

R, 57.577

M^a Isabel Martínez Torre-Enciso

TESIS DOCTORAL

T
1748

**PLANES DE TRANSFERENCIA DE
ACCIONES A LOS EMPLEADOS EN
NORTEAMÉRICA.**

Director Dr. D. Juan Mascareñas Pérez-Iñigo

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad III

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad Complutense de Madrid

Madrid, Octubre de 1995.

A mi marido.

A mi familia.

INDICE.

1.- INTRODUCCIÓN.....	10.
1.1.- Organización de la Tesis.....	12.
1.2.- Agradecimientos.....	15.
2.- DEFINICIÓN Y NATURALEZA DE LOS ESOPs.....	17.
2.1.- TIPOS DE PLANES DE PENSIONES.....	21.
a) Planes de Prestación-Establecida....	29.
b) Planes de Contribución-Establecida..	32.
	3.

2.2.- DEFINICIÓN DE ESOP.....	38.
2.3.- TIPOS DE ESOPs.....	60.
3.- FINALIDADES DE LOS ESOPs.....	67.
3.1.- COMO PLAN DE PENSIONES.....	71.
3.1.1.- Efectos Financieros Sobre la Empresa.....	76.
3.2.- COMO MEDIO PARA INCREMENTAR FONDOS PARA LA EXPANSIÓN.....	78.
3.2.1.- Efectos Financieros Sobre la Empresa.....	93.
3.3.- PROPORCIONA MERCADO PARA LAS ACCIONES DEL ANTIGUO PROPIETARIO.....	106.

3.4.- RECOMPRA DE LAS ACCIONES.....	109.
3.5.- ESTRATEGIA DEL ACCIONISTA MAYORITARIO.	118.
3.6.- VENTA DEL NEGOCIO A LOS EMPLEADOS.....	126.
3.7.- <i>LEVERAGED BUY-OUT</i>	131.
3.8.- OTRAS FINALIDADES.....	139.
 4.- LOS PRÉSTAMOS EN LOS ESOPs.....	 143.
4.1.- LOS PRESTAMISTAS CUALIFICADOS.....	150.
4.2.- ANÁLISIS FINANCIERO.....	154.

4.3.- LOS PRÉSTAMOS AL ESOP.....	165.
4.3.1.- Tipos de Préstamos al ESOP.....	174.
a) Préstamos a los ESOPs	
Apalancados.....	174.
b) Préstamos de Asignación	
Inmediata.....	180.
c) Préstamos Respaldados.....	188.
 5.- REALIZACIÓN DE LOS ESOPs.....	 195.
5.1.- CONCEPTO DE ESOP APALANCADO.....	201.
5.2.- EJEMPLOS DE COMO UTILIZAR UN ESOP.....	209.
a) ESOP frente a la venta a otra	
empresa.....	209.

b) ESOP en comparación con una fusión.....	215.
5.3.- COMPARACIÓN DE UN ESOP APALANCADO Y UN ESOP NO APALANCADO.....	223.
5.4.- UTILIZAR UN ESOP EN VEZ DE DESHACERSE DE UNA FILIAL.....	232.
5.5.- ANÁLISIS DE UN ESOP COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN FRENTE A OTRAS ALTERNATIVAS.....	236.
5.5.1.- Financiación Tradicional por Aumento de Capital.....	237.
5.5.2.- Financiación Tradicional Mediante Deuda.....	242.
5.5.3.- Financiación mediante un ESOP Apalancado.....	247.

6.- EL ESOP COMO MEDIO DE CREACIÓN DE RIQUEZA..... 265.

6.1.- LA PROPIEDAD EN LA EMPRESA..... 269.

6.2.- LA EMPRESA Y LOS ESOPs COMO CREADORES
DE RIQUEZA..... 280.

6.3.- OTRAS FORMAS DE CREACIÓN DE RIQUEZA
DE LOS ESOPs..... 301.

7.- OTRAS TENDENCIAS DE LOS ESOPs..... 334.

7.1.- INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS ESOPs..... 343.

7.2.- LA NUEVA GENERACIÓN DE ESOPs..... 356.

7.2.1.- EEUU y su ámbito..... 359.

7.2.2.- El marco europeo..... 368.

7.2.3.- Los ESOPs japoneses..... 384.

8.- CONCLUSIONES..... 392.

9.- BIBLIOGRAFÍA..... 412.

1.- INTRODUCCIÓN.

La Tesis Doctoral que a continuación se desarrolla, pretende ser una aportación de importancia al análisis teórico y empírico de los "Planes de Transferencia de Acciones a los Empleados" o *Employee Ownership Plans*, a partir de ahora ESOPs, no sólo compilando la diversa y dispersa documentación hasta hoy escrita sino tratando de mostrar cuál es el estado actual de investigación sobre el tema e identificar sus puntos críticos a partir de una visión global. Junto a éste primer objetivo existe un segundo fin tan importante como el primero. En éste sentido, nuestra tesis doctoral se plantea avanzar en el estudio de la relación existente entre los ESOPs y la posición eficiente que pueden obtener estos instrumentos en el mercado a través de sus diferentes finalidades y modalidades, haciendo hincapié en el análisis de los ESOPs como fuente alternativa de financiación.

Esta investigación pretende alcanzar sus objetivos integrando en un mismo estudio puntos de vista tan variados como son el económico, el financiero, el histórico, el político y el social, los cuales confieren a éste análisis su visión global.

La primera aproximación a los ESOPs se la debemos al profesor Dr. Ray Dweck de la London Southbank University en 1990. Años después, la relectura de diversos apuntes marcó el camino a la realización de esta tesis. Las razones que nos han llevado a elegir el estudio de los ESOPs como tema central de esta Tesis Doctoral son de diversa índole:

1. Desde el punto de vista económico, los ESOPs son un instrumento de gran actualidad en el mundo anglosajón y a la vez con gran tradición.
2. Se trata de un tema normalmente tratado de forma parcial, sobre el cual se intenta realizar aquí un análisis global desde puntos de vista diversos.

3. Es un tema sometido a continuo debate puesto que no existe una respuesta única sobre su bondad o perjuicio.
4. El análisis del ESOP tradicional en lengua española es muy escaso, siendo necesario su desarrollo por la creciente inquietud y expansión internacional así como por el apoyo a los ESOP dentro del marco de la Unión Europea.

1.1.- ORGANIZACIÓN DE LA TESIS.

La presente Tesis está dividida en tres partes claramente diferenciadas, en las que se analizan los distintos aspectos objeto de estudio.

La primera parte abarca los capítulos 2 y 3, convirtiéndose ambos en una amplia introducción a los

ESOPs. Sirve esta parte para definir e identificar el instrumento a tratar, analizando su naturaleza y profundizando en los objetivos finales más importantes que tiene por objeto. La realización de un ESOP, como más tarde se verá, no se realiza con una sola finalidad, sino que es precisamente la utilización conjunta de las mismas la que confiere a los ESOPs su importancia y su eficiencia.

La segunda parte se centra en el análisis de la vertiente financiera del instrumento. El capítulo 4 estudia los préstamos a los ESOPs: quiénes son los prestamistas cualificados, los distintos tipos de préstamos a los ESOPs, así como una comparación de los préstamos con otras fuentes de financiación. En el capítulo 5 se analizan concretamente los ESOPs apalancados como fuente de financiación, comparando su utilización con otras alternativas como la venta de la empresa o la fusión de la misma. Se estudia de forma detallada los ESOPs como fuente de financiación frente al aumento de capital o la utilización de deuda, a través de cuadros ilustrativos, indicando las ventajas e inconvenientes de su utilización.

La tercera parte es la más trascendente. Hasta aquí se ha realizado una descripción detallada de los ESOPs haciendo hincapié en su análisis financiero, pero esta parte intenta la globalización del instrumento centrando el análisis en cómo los ESOPs crean riqueza para los propietarios, para la empresa y para la economía en su conjunto. Para ello se revisan conceptos como el de propiedad, los costes de agencia, los incentivos a la propiedad, la sinergia como forma de creación de riqueza, la relación rendimiento-riesgo en las inversiones especializadas, así como los argumentos sociales y económicos que defienden la utilización de los ESOPs. Todo ello queda recogido en el capítulo 6.

El estudio realizado avanza aún más. Si los ESOPs son un instrumento eficiente en la creación de riqueza para las empresas en los Estados Unidos, ¿por qué no en otros países?. En el capítulo 7 se revisan los cambios políticos, sociales y económicos que han motivado la aparición de nuevos planes para la participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa y su desarrollo a nivel internacional.

1.2.- AGRADECIMIENTOS.

Quiero dejar constancia de mi agradecimiento a las personas que han hecho posible la realización de este trabajo con su colaboración y apoyo.

Agradezco especialmente al profesor Dr. D. Juan Mascareñas Pérez-Iñigo, director de esta tesis, su apoyo constante, su ayuda y su orientación metodológico. A los profesores del departamento de finanzas de la Universidad de Berkeley, especialmente al profesor Dr. Richard Caramella por sus valiosos consejos en cuanto a la bibliografía utilizada. Asimismo, quiero dar las gracias a todos los compañeros del Departamento de Economía de Empresa y Contabilidad III de la UCM, especialmente al profesor Dr. D. Andrés S. Suárez Suárez por su apoyo durante el desarrollo de la investigación.

Agradezco también a todos los autores de la bibliografía citada la utilización de sus conocimientos y trabajos que han servido como fuente para la realización de esta tesis, a la vez que asumo la responsabilidad de las imperfecciones y errores que a buen seguro contiene.

Finalmente quiero agradecer a mi marido y a mi familia, su aliento, paciencia, sacrificio y ayuda a lo largo de los años en que esta tesis ha sido elaborada.

2.- DEFINICIÓN Y NATURALEZA DE LOS ESOPs.

El "Employee Stock Ownership Plan", más conocido por ESOP¹, es un tipo de plan de accionariado obrero, o plan de transferencia de acciones al personal como indican P. Milgrom y J. Roberts², que se encuentra invertido principalmente en acciones de la empresa patrocinadora. Su propósito³ es doble: en primer lugar, surge como un eficaz elemento defensivo anti-OPA⁴; en

¹ También denominado "plan de propiedad de acciones del trabajador". Véase, BREALEY, R.A. y MYERS, S.C., *Fundamentos de financiación empresarial*, Mc Graw Hill, 4ª edición, Madrid 1993, p. 1079.

² También denominado "plan de transferencia de acciones al personal". Ver, MILGROM, P. y ROBERTS, J., *Economía, Organización y Gestión de la Empresa*, Ariel Economía, Barcelona 1993, p. 330.

³ WALKER, D., and ELINSKY, P.I., "ESOP Fables", *Management Focus* V.31, nº6, Nov./Dic. 1984, pp. 14-16.

⁴ BLAIR, M.M., "Corporate Ownership", *Brookings Review* V.13, nº1, USA, Winter 1995, p. 17.

segundo lugar⁵, es una alternativa a la financiación tradicional en las fusiones y adquisiciones de empresas⁶, normalmente a cargo de un inversor institucional del exterior, en el que los trabajadores de la empresa objetivo, pueden convertirse en el mayor inversor en acciones de dicha empresa adquirida o fusionada.

Los ESOP son un instrumento que nació en Estados Unidos en 1956 para permitir a los trabajadores de un pequeño periódico de California (USA), el PENINSULA NEWSPAPER, INC.⁷, obtener la propiedad del negocio sin disminuir sus salarios o utilizar sus ahorros, como explican L.O. Kelso y P. Kelso⁸, y cuyo desarrollo e internacionalización se ha producido a partir de 1989. En el mercado español existe un

⁵ FEINBERG, P., "ESOP boom draws legislative attention, market doubts", *Corporate Cashflow Magazine* V.10, USA, Aug. 1989, p. 50.

⁶ BAKER, D. and JUHL, P., "Grabbing ESOP dollars", *Corporate Cashflow Magazine* V.9, USA, Oct. 1988, p. 60.

⁷ HOERR, J., "ESOPs: Revolution or ripoff", *Business Week*, April 15, 1995, p. 55.

⁸ KELSO, L.O. and KELSO, P., "Leveraged Buyouts: Good or Bad", *The Wall Street Journal* n°30, Dec. 1984, USA, pp. 1-2.

instrumento parecido⁹: las Sociedades Anónimas Laborales¹⁰, que si bien no son objeto de estudio de esta tesis, si mantienen notables diferencias con los ESOPs, algunas de las cuales se indicarán más adelante.

Para entender la importancia de los ESOPs es necesario entender su naturaleza como un plan de beneficios a los trabajadores y su relación con otros planes de trabajadores, más en concreto con los planes de pensiones y jubilación que establece la empresa para proveer los futuros pagos a los empleados. Estos planes están sujetos a regulación del Gobierno Federal de los Estados Unidos principalmente mediante el Acta *The Employee Retirement Income Security Act (ERISA)*¹¹ 1974, y la legislación posterior correspondiente.

⁹ España: Ley 15/1986, de 25 de Abril, "de Sociedades Anónimas Laborales", BOE de 30 de Abril.

¹⁰ Para más información, véase LEJARRIAGA PÉREZ DE LAS VACAS, G.R., *La Sociedad Anónima Laboral como forma de empresario: aspectos financieros (Incidencia de las innovaciones introducidas por la Ley 19/1989 de Reforma de la Legislación mercantil en materia de Sociedades)*, Tesis Doctoral, Universidad Complutense, Madrid 1991.

¹¹ Para más información sobre la política de los fondos de pensiones y el impacto del Acta ERISA, véase, BULOW, J., "Analysis of pension funding under ERISA", *National Bureau of Economic Research, Working Paper n°402*, Nov. 1979.

R.M. Mano y E.D. Deppe¹² explican el objetivo principal del Acta ERISA: "El Acta ERISA fue la legislación precisa y esencial en su momento, habiéndose convertido en el medio para impedir los abusos relativos a las pensiones de los trabajadores. Hoy en día las pensiones de los empleados están más seguras que antes de 1974". Efectivamente, en el año 1974 fue aprobada el Acta ERISA con el objeto de impedir los abusos que se estaban produciendo respecto a los beneficios que los trabajadores debían recibir con su jubilación. A partir de ese momento, los expertos y estudiosos del tema comenzaron a buscar diversas formas de eludir ciertas provisiones de fondos que exigía el Acta para el pago de los beneficios a los trabajadores. Los ESOPs fueron uno de los vehículos que se creó para permitir a los trabajadores obtener una serie de beneficios fiscales sin necesidad de ir pagando o acumulando ellos mismos el dinero para su jubilación.

¹² MANO, R.M. and DEPPE, E.D. "The ESOP fable: Employees beware!", *Compensation and Benefits Review* V.26, n°6, USA, Nov./Dec. 1994, p. 44.

2.1.- TIPOS DE PLANES DE PENSIONES:

Con carácter general en América del Norte, principalmente en EEUU, y actualmente en Europa¹³ se está configurando un sistema de previsión social basado en tres pilares¹⁴, los cuales se establecen de la siguiente manera:

- * Un primer tramo o pilar es el que sustenta todo el sistema de previsión social, siendo universal y obligatorio. Sus previsiones hacen referencia a la pensión mínima, en torno al salario mínimo interprofesional, a la asistencia sanitaria y a las prestaciones familiares consideradas como

¹³ Existe un intento de coordinación de las políticas sobre pensiones en el marco de la Unión Europea, con la publicación realizada por la Comisión Europea en 1990 del documento *The White Paper*, titulado *Completing the Internal Market for private Retirement Provision*, que fue posteriormente desarrollado por la Directiva de Fondos de Pensiones, adoptada a finales de 1992, la cual entra en vigor en Junio de 1995.
Véase, PARLOUR, R., AND BOUCH, C., "The future of pension provision in Europe: Europe's economic need shelter urgently to withstand the gathering storm", *Journal of International Business Law* n°7, 1994, pp. 255-258.

¹⁴ QUESADA SANCHEZ, F.J, *Planes y Fondos de Pensiones: Estudio Contable y Financiero*, Ed. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid 1992.

básicas y que alcanzan a toda la población¹⁵.

- * El segundo tramo o pilar tiene un carácter exclusivamente profesional. Sus prestaciones son complementarias a las anteriores, y están en función del nivel de cotización y éste, a su vez, depende de los niveles salariales. La financiación se obtiene de las aportaciones de empresas y trabajadores. Este pilar puede estar gestionado por organismos dependientes del Estado o, conjuntamente, con el sector privado.

- * El tercer tramo o pilar es individual, libre y voluntario, siendo su financiación privada¹⁶,

¹⁵ *Ley de Planes y Fondos de Pensiones*, Ed. Grupo Vitalicio, Madrid 1988.
Aunque la pretensión del capítulo es el estudio de la estructura norteamericana del instrumento, si cabe mencionar que la concreción en España de este primer pilar supone:

- * La pensión mínima que reconoce la Seguridad Social a todos sus afiliados con derecho a pensión.
- * Extensión de la sanidad a toda la población.
- * Futura implantación de pensiones no contributivas para las personas más necesitadas.

¹⁶ GHILARDUCCI, T., *Labour's Capital: The Economics and Politics of Private Pensions*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1992.

aunque tiene una fiscalidad muy favorable.

En función de ésta estructura¹⁷ la mayoría de los trabajadores reciben dos pensiones distintas en el momento de la jubilación. Por una parte reciben una pensión pública que es la prestación de la Seguridad Social que concede el gobierno a los trabajadores y que procede de las cuotas a la Seguridad Social retenidas de los salarios por el Estado a lo largo de la vida del trabajador. La segunda pensión que suelen recibir es de carácter privado, bien a través de la empresa, bien establecida con carácter particular e individual.

La cuantía de ambas pensiones depende de los salarios personales: para los trabajadores con sueldos bajos, las prestaciones de la Seguridad Social suelen ser mayores que la pensión privada. Para los trabajadores con sueldos altos, las cantidades recibidas por la pensión privada suelen ser mayores a las cantidades percibidas de la Seguridad Social, pese

¹⁷ Mc GILL, D., *Fundamentals of Private Pensions*, The Pension Research Council, Ed IRWIN, University of Pennsylvania 1984, pp. 29-57.

a estar sus contribuciones a la misma en la escala más alta de las cuotas.

Lo que realmente interesa analizar para llegar al estudio de los ESOP, son los planes establecidos y pagados por la empresa. Pero antes de comenzar su desarrollo notemos que aunque estos planes representan la mayoría de los fondos anglosajones de previsión y jubilación¹⁸, existen otros planes de jubilación entre los cuales los más desarrollados según J.M. Carcelén¹⁹ son:

a) Contratos de jubilación individual (*Individual retirement arrangement*) (*IRA*):

Los contratos de jubilación individual se pueden establecer de dos formas: bien como cuentas de jubilación, o bien como anualidades de jubilación. En el primer caso, los contratos de jubilación individual son administrados por bancos o

¹⁸ DRUCKER, P.F., "En busca de la responsabilidad financiera", *Finanzas y Contabilidad Harvard-Deusto*, Ediciones Deusto nº1, 1994, Bilbao, pp. 12-14.

¹⁹ CARCELÉN CONESA, J.M., *Planes de Pensiones y Sistemas de Jubilación*, Ed. Tecnos, Madrid 1989, p. 30.

entidades de crédito, mientras que en el segundo caso, las anualidades de jubilación se atribuyen exclusivamente a las compañías de seguros.

Los planes *IRA* están destinados a las personas que reciben salarios, honorarios o comisiones y tienen un tope máximo hasta el cual podrán suscribirse en varias entidades distintas. Los activos de inversión son cualesquiera de los posibles, excepto el coleccionismo y los seguros de vida.

Las suscripciones pueden hacerse hasta los 70 años y medio de edad. En cambio, las pensiones no pueden empezarse a recibir hasta los 59 años y medio. En los contratos de jubilación individual, en cualquiera de sus dos modalidades, no se pueden realizar reintegros sobre el dinero impuesto, pues habría penalizaciones tanto de tipo fiscal como financiero.

Los Contratos de Jubilación Individual son según

R.M. Mano y E.D. Deepe²⁰, un medio mediante el cual se materializa la condición de "disponibilidad" del dinero exigida por el Acta ERISA. Esta condición supone que la provisión de fondos pertenecientes a los trabajadores en el momento de su separación de la empresa o de su jubilación, puede ser invertida inmediatamente²¹ en un IRA, de manera que se difiere el pago de los impuestos sobre esas cantidades hasta que son finalmente retiradas del IRA.

b) Los planes para trabajadores autónomos:

D. Mc Gill²² distingue dos tipos de planes para los trabajadores autónomos: los llamados "planes Keogh"²³ y los "planes HR 10". Estos planes se

²⁰ MANO, R.M. and DEPPE, E.D., "The ESOP fable: Employees beware!", ..., pp. 44-48.

²¹ El plazo máximo exigido para obtener los beneficios fiscales del diferimiento en el pago del impuesto con la imposición de los fondos recibidos del anterior plan de pensiones en el Plan de Jubilación Individual (IRA) es de 60 días.

²² Mc GILL, D., *Fundamentals of Private Pensions*, ..., pp. 37-38, 49, 140.

²³ El plan Keogh, está diseñado especialmente como un plan de pensiones para pequeñas empresas y autónomos. Ver, BREALEY, R., and MYERS, S., *Fundamentos de Financiación Empresarial*, ..., 1993, p. 1078.

crearon en 1962 con el fin de extender los beneficios de los planes de pensiones aplicables a los trabajadores con carácter general, a los trabajadores por cuenta propia.

c) Planes 401(k):

Son planes de la modalidad de empleo, y fueron establecidos en 1978 a fin de permitir la participación de la empresa en la financiación de los mismos. S. Chaplinsky, G. Niehaus y L. Van de Gucht²⁴ explican como la cancelación de estos planes puede dar lugar a la creación de un ESOP.

Los planes 401(K)²⁵, tienen ésta denominación por estar reconocidos en la Sección 401(K) del Internal Revenue Code (IRC). Estos planes proporcionan²⁶ a los trabajadores la opción de

²⁴ CHAPLINSKY, S., NIEHAUS, G. and VAN DE GUCHT, L., "Resolving the controversy over the valuation of employee claims in ESOP buyouts", *Benefits Quarterly* V.10, n°4, USA, Fourth Quarter 1994, pp. 58-66.

²⁵ HOFFMAN, S., AND LENER, D., "Pension funds and exempt organisations: Final Sections 401(k) and 401(m) regulations", *Journal of Taxation on Investments*, Summer 1992.

²⁶ SELLERS, B.L., "'KSOP': A plan that adds shareholder value", *ABA Banking Journal* V.85, n°7, Jul. 1993, p. 27.

disponer de una parte de su salario bruto en forma de plan de jubilación cualificado, concediendo a los asalariados la oportunidad de acumular fondos para el futuro beneficiándose de un diferimiento en el pago de impuestos.

d) Planes de pensiones de empleados simplificados:

Los *SEP* (*Simplified Employee Pension Plans*) son planes de pensiones de carácter empresarial y externos a la empresa.

R. Brealey y S.C. Myers²⁷ señalan que los dos tipos principales de planes de pensiones según el Acta *ERISA*, son los definidos como planes de prestación-establecida o planes de beneficios y los llamados planes de contribución-establecida o planes de contribución.

²⁷

Existen otros tipos de planes de pensiones siendo estos los más comunes y utilizados a nivel internacional. Ver, BREALEY, R., and MYERS, S., *Fundamentos de Financiación Empresarial*,..., 1993, pp. 1077-1107.

Los "Planes de prestación-establecida"²⁸ o de prestación-definida, también llamados de beneficios, son lo que se suele entender por planes de pensiones: en estos planes se especifica la cantidad que los participantes o beneficiarios recibirán en el momento de la jubilación (por ejemplo, una cantidad fija de dinero por cada año de servicio, a la que se podría añadir un porcentaje sobre los beneficios de la empresa). Algunos planes relacionan la prestación con la duración del servicio y con la clasificación salarial del empleado. Estos planes de prestación-establecida están sujetos a normas de depósitos mínimos y garantizados por *The Pension Benefit Guarantee Corporation*²⁹ (PBGC)³⁰.

²⁸ La legislación sobre los planes de prestación establecida viene recogida en:

* *ERISA Section 3(35).*
* *IRC Section 414(j).*

²⁹ MANO, R.M., DEPPE, E.D., AND JORGENSEN, J.L., "The ESOP fable: ESOPs and pre-ERISA problems", *Ohio CPA V.52*, n°1, Feb. 1993, p. 11.

³⁰ The Pension Benefit Guarantee Corporation (PBGC), es para los planes de pensiones en Estados Unidos, lo que el Fondo de Garantía de Depósito para los Entidades de Crédito en España. El PBGC se financia con cargo a las cuotas que han de pagar las empresas con planes de pensiones cualificados.

Algunos de estos planes se pueden negociar directamente entre una empresa y un sindicato, de la misma manera que se pueden pactar los salarios. En estos planes de prestación-establecida o de beneficios³¹ negociados con el sindicato, la escala de las prestaciones se renegocia regularmente, normalmente con carácter anual, para tener en cuenta los cambios en el nivel salarial como indica A. Wichman³². La renegociación de las prestaciones puede tener también efecto retroactivo al año anterior.

Sin embargo, los planes de prestación-establecida que cubren solamente los salarios, o aquellos planes cuyos propietarios-trabajadores no pertenecen al sindicato, no se revisan periódicamente de ésta forma. Con objeto de evitar la pérdida de poder adquisitivo de los salarios, en vez de prometer una prestación anual fija, estos planes ligan casi siempre la prestación a la paga del trabajador, por ejemplo,

³¹ CRUMBLEY, D.L., AND COKER, D.R., "Beware of prohibited transactions with ESOPs: A case in point", *CPA Journal* V.64, n°4, Apr. 1994, p. 22.

³² WICHMAN, A., "Occupational differences in involvement with ownership in an airline employee ownership program", *Human Relations* V.47, n°7, USA Jul. 1994, pp. 833.

determinando un porcentaje de subida de las prestaciones en función del salario.

Para ligar las prestaciones a la paga del trabajador se pueden utilizar dos métodos denominados³³ fórmula carrera-media y fórmula final-media:

- * Las fórmulas "carrera-media" están basadas en el salario medio del trabajador durante los años que ha pertenecido a la empresa. Por ejemplo, una empresa podría pagar una pensión igual al 2% del salario por cada año que el trabajador fue miembro del plan. Estos planes ofrecen poca protección en períodos de alta inflación, por lo que cada vez más las empresas los están sustituyendo por los planes final-media.
- * Los planes "final-media" basan normalmente las pensiones en la asignación media pagada al trabajador durante los últimos cinco años de servicio.

³³

BREALEY, R., Y MYERS, S., *Fundamentos de Financiación Empresarial*, McGraw Hill, 2ª edición, Madrid 1988, p. 842.

El segundo tipo de planes que establece el Acta ERISA son los definidos como "Planes de contribución-establecida"³⁴, de aportación definida o de contribución³⁵. Estos planes, que comúnmente se denominan de contribución, no fijan la cantidad a recibir con la jubilación sino sólo las cantidades a ir contribuyendo al plan. Cada participante del plan tiene una cuenta particular, de forma que cada uno de ellos recibirá en el momento de la jubilación lo que se encuentre depositado en sus cuentas.

A los planes de contribución se les exige por Ley realizar inversiones prudentes, no estando sujetos a las normas y principios de depósitos mínimos y garantizados por *The Pension Benefit Guarantee Corporation (PBGC)* del Gobierno Federal de los EEUU. Si la inversión se comporta bien, el empleado recibe una buena pensión; si se comporta mal, éste pierde. Ni el

³⁴ La legislación sobre los planes de contribución establecida viene recogida en:

* ERISA Section 3(34).
* IRC Section 414(i).

³⁵ OSTUW, R., "Retiree health account explored as DDB variation", *Pension World* V.29, n°7, Jul. 1993, p. 32.

plan ni el propietario de la empresa garantizan el nivel de beneficios del plan. R.M. Mano y E.D. Deppe³⁶ analizan cómo el PBGC proporciona garantías a los participantes en el plan de pensiones que no quieren formar parte de un ESOP.

Según la regulación correspondiente, los planes de contribución pueden agruparse en tres clases principales:

- * Plan de gratificación de acciones (*stock bonus plans*): la empresa contribuye con un número determinado de acciones ordinarias al plan de forma anual.

Sobre el valor de contribución ha existido una fuerte controversia hasta la aparición de la Norma contable SOP 93-6³⁷. Hasta la aparición de esta norma el valor de la contribución estaba basado en

³⁶ MANO, R.M. and DEPPE, E.D., "The ESOP fable: Employees beware!", ..., pp. 44-48.

³⁷ La *Statement of Position* (SOP 93-6), es una norma contable dictada en 1993 por la *Accounting Standards Executive Committee* de la AICPA, junto con la *Financial Accounting Standards Board* (FASB), máximos órganos en ésta materia en los Estados Unidos.

el precio de mercado de las acciones si éstas cotizaban; si no cotizaban, era necesaria una valoración de las mismas. En estas circunstancias las contribuciones a un plan de gratificación de acciones se podían valorar cuando los empresarios lo considerasen oportuno.

Con la aparición de la Norma contable *SOP 93-6*³⁶, las contribuciones a los planes han de valorarse por el valor nominal o valor facial de las acciones con las que se contribuye. De ésta forma se intenta eludir las especulaciones que pueden hacer subir las acciones en el mercado desde que son depositadas en los planes hasta que las reciben los trabajadores.

- * Plan de reparto de beneficios (*profit-sharing plans*): una parte del beneficio de la empresa va a parar al plan en forma de dinero; por tratarse de una tasa ésta aportación variará de año en año.

³⁶

FAULKNER & GRAY INC., "FASB OKs AICPA ESOP position statement", *Practical Account* V.26, n°11, Nov. 1993, p. 71.

Un plan típico de reparto de beneficios es el *Plan Scanlon*. C. Garfield³⁹ analiza como estos planes reparten el 75% de los beneficios a los trabajadores mientras que la empresa se queda sólo con el 25%. Los mecanismos y procedimientos para determinar cómo participará el personal en este porcentaje, son muy complicados.

- * Plan de compra con dinero (*money purchase plans*): al igual que en el caso anterior, también se trata de una inyección de liquidez al plan. Este plan requiere unas contribuciones fijas establecidas en los estatutos del plan, por ejemplo, el 10% de las nóminas además de los beneficios.

Considerando los planes de pensiones de forma global⁴⁰, raramente prometen incrementar la pensión después de la jubilación, sin embargo muchas empresas dan incrementos voluntarios en períodos de alta

³⁹ GARFIELD, C., *Los Empleados son lo Primero*, McGraw Hill, México 1992, p. 270.

⁴⁰ SHEPHERD, A. AND OTHERS, *Pension Fund Investment*, Ed. Woodhead-Faulkner Ltd., Cambridge, England, 1987, p. 5.

inflación. Cuando para la empresa es caro y costoso formar a los trabajadores, ésta puede establecer un sistema por el que se penalice a aquellos empleados que finalicen la relación laboral muy pronto mediante la reducción de las prestaciones de sus pensiones.

El Acta *ERISA* sin embargo, insiste en que cualquier trabajador que se vaya después de haber estado en la empresa un cierto número de años debería tener derecho a la cuantía total de la pensión que ha ganado. Este derecho se denomina "conferimiento". Dicha Norma impuso ciertos porcentajes mínimos con relación a los derechos adquiridos⁴¹, de forma que las empresas han de garantizar alguna de las prestaciones siguientes por los derechos adquiridos por los empleados con su trabajo:

- 1) Derechos adquiridos del 100% transcurridos 10 años de servicio.
- 2) Derechos adquiridos del 25% a los 5 años,

⁴¹ BREALEY, R., AND MYERS, S., *Fundamentos de Financiación Empresarial*, ..., 1988, p. 842.

incrementándose hasta el 100% al cabo de 15 años.

- 3) Derechos adquiridos del 50% cuando la suma de los años de edad y de servicio llegue a 45, incrementándose al 100%, cinco años más tarde.

Además de las características que se acaban de analizar, los planes de pensiones proporcionan normalmente otras prestaciones, denominadas complementarias, cuando se producen determinadas situaciones como la invalidez total y permanente, o la muerte antes o después de la jubilación. Dichas prestaciones complementarias son estudiadas por F.J. Quesada Sanchez⁴² tanto en el ámbito nacional como internacional, con especial referencia al caso de los Estados Unidos.

⁴²

QUESADA SANCHEZ, F.J, *"Planes y Fondos de Pensiones: Estudio Contable y Financiero"*, ..., pp. 61-73.

2.2.- DEFINICIÓN DE ESOP.

Una vez clasificados los principales planes de pensiones, estamos en condiciones de definir el ESOP. Para J.F. Weston, K.S. Chung y S.E. Hoag⁴³, el ESOP es una forma de plan de pensiones, definido como un plan de contribución-establecida o definida, cuyo objetivo es invertir principalmente en las acciones de la empresa patrocinadora. Para D.D. Martin⁴⁴ las empresas acuerdan pagar una cierta cantidad de dinero en forma de contribuciones al plan. El ESOP utiliza este dinero bien para la compra de acciones de la empresa, o bien en los ESOPs apalancados, para devolver el préstamo pedido para la compra de las acciones. En cualquiera de los casos, la prestación o beneficios que el empleado recibe cuando finaliza la relación laboral depende del precio que tenga la acción de la empresa en el mercado en ese momento.

⁴³ WESTON, J.F., CHUNG, K.S., and HOAG, S.E., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall, INC N.Y. 1990, p. 360.

⁴⁴ MARTIN, D.D., "How small business can gain advantages from Esops", *National Public Accountant* V.32, n°2, USA Feb. 1994, p. 22.

Dentro de las normas del Acta ERISA⁴⁵, los ESOPs se suelen configurar como planes de gratificación de acciones⁴⁶ o una combinación de planes de gratificación de acciones y de reparto de beneficios⁴⁷, los cuales están diseñados para invertir principalmente en acciones de la empresa patrocinadora del fondo y del plan⁴⁸. Estos planes recibirán contribuciones de la empresa en forma de acciones o dinero, que será utilizado por el ESOP para comprar más acciones de la empresa. Según J.W. Berka⁴⁹ estas contribuciones al plan, tanto si son en dinero como en acciones, no podrán suponer un porcentaje superior al 25% de los salarios de los trabajadores. El ESOP además, también

⁴⁵ Podríamos traducir el Acta ERISA como la "Ley de Ingresos de los Trabajadores Jubilados".

⁴⁶ Desde 1977, las regulaciones del equivalente a nuestro Ministerio de Economía y Hacienda, *The Treasury Department*, han permitido realizar contribuciones al ESOP que supongan una participación en el "Plan de Reparto de Beneficios" (*profit-sharing plan*), ampliando las perspectivas del instrumento.

⁴⁷ FROST, T.S., "ESOP update", *D&B Reports* V.40, n°6, Nov./Dec. 1992, p. 48.

⁴⁸ BLOCK, S.B., "The Advantages and Disadvantages of ESOPs: a Long-Range Analysis". *Journal of Small Business Management*, USA, Jan. 1991.

⁴⁹ BERKA, J.W., "Winning with ESOPs is no fable", *Life Association News* V.89, n°4, USA April 1994, p. 90.

se puede proveer de fondos a través de contribuciones de los trabajadores de la empresa.

Una vez definido lo que es un ESOP, se puede hacer una matización más: un ESOP es un tipo especial de pensión de contribución establecida, de los cuales se diferencia principalmente en dos aspectos. En primer lugar, el dinero recibido por el ESOP a través de las contribuciones de la empresa y de los trabajadores, debe invertirse en las acciones de la propia empresa patrocinadora en vez de una cartera diversificada. Como expresan W.J.Jr Quinlan y M.M. Harris⁵⁰, "un ESOP es un plan cualificado que se utiliza como medio para acumular acciones de la empresa patrocinadora".

El Acta ERISA exime a los ESOPs de las limitaciones que tienen otros planes de contribución respecto a los porcentajes de activos del plan que pueden ser invertidos en un solo tipo de acciones⁵¹. Los

⁵⁰ QUINLAN, W.J.JR and HARRIS, M.M., "SEC Section 16 regulations and compliance by qualified employee benefit plans", *Benefits Quarterly* V.10, n°3, USA, Third Quarter 1994, p. 56.

⁵¹ MANO, R.M., DEPPE, E.D., AND JORGENSEN, J.L., "The ESOP fable: ESOPs and pre-ERISA problems", ..., p. 11.

ESOPs no están por ello sujetos a las normas de depósitos mínimos y garantizados por el PBGC como se ha indicado. Un ESOP puede invertir el dinero recibido en acciones ordinarias o en acciones preferentes convertibles⁵² de la empresa. Los trabajadores pueden diversificar hasta un 25% de sus posesiones en un ESOP si tienen la edad de 55 años y han sido miembros del plan durante diez años o más, o hasta un 50% si tienen una edad de 60 años.

La segunda diferencia de los ESOPs con los planes de contribución establecida, está en que la empresa tiene flexibilidad en la forma de financiar el ESOP. La empresa puede financiar el ESOP pagando con tesorería (liquidez), o bien emitiendo nuevas acciones y pagando con ellas. Como indica N. Renton⁵³ los trabajadores pueden comprar las acciones de la empresa a través del ESOP con dinero líquido proveniente de las contribuciones, o bien utilizar ese dinero en comprar acciones de nueva emisión a su valor nominal, al precio

⁵² ONZAIN, J., "Las acciones preferentes", *Estrategia Financiera* n°89, Oct. 1993, pp. 19-24.

⁵³ RENTON, N., "Employee share schemes: a mixed blessing", *IPA Review* V.47, n°1, Australia 1994, p. 19.

de mercado o con un descuento sobre el valor nominal⁵⁴.

Lo más importante sin embargo, es que el Acta ERISA permite a los ESOPs pedir dinero prestado⁵⁵, es decir, permite a los ESOPs apalancados endeudarse para comprar acciones de la empresa, reembolsando el préstamo con las contribuciones futuras que recibirá de la empresa, lo que proporciona a la empresa una importante fuente de financiación.

Si bien estas son las dos diferencias más importantes entre los ESOPs y los planes de contribución establecida, existen otras estudiadas por W.J.Jr Quinlan y M.M. Harris⁵⁶ respecto a los derechos de voto de las acciones aún no asignadas a las cuentas de los trabajadores, los dividendos generados por dichas acciones, la forma de colocación y asignación de los títulos a las cuentas de los participantes en el

⁵⁴ ANON, "The effectiveness of financial participation reviewed", *Industrial Relations Review & Report*, n°561, Jun. 1994, pp. 3-4.

⁵⁵ MARTIN, D.D., "How small business can gain advantages from Esops", ..., p. 23.

⁵⁶ QUINLAN, W.J.JR and HARRIS, M.M., "SEC Section 16 regulations and compliance by qualified employee benefit plans", ..., pp. 56-63.

plan, etc., diferencias y características que se desarrollaran a lo largo del trabajo.

Por otra parte, el Acta *ERISA* y el *IRC* permiten también establecer diferencias entre el *ESOP* y el "plan de compra de acciones". Los planes de compra de acciones son una forma de involucrar a los trabajadores en la propiedad de la empresa, mediante ciertos incentivos normalmente de carácter monetario. Un caso muy común, es que las empresas permitan a los empleados comprar acciones con descuento. En éste caso, todos o casi todos los empleados podrán comprar acciones de la empresa que tenga el plan, con descuentos del 15% o más sobre valor de mercado de las acciones⁵⁷, es decir, los trabajadores sólo pagarán aproximadamente el 85% del valor del título. El porcentaje restante hasta el 100% del valor del título lo pagará la empresa; en nuestro caso, la empresa pagará el 15% del precio de la acción.

57

ANON, "Programe automates employee stock plan administration", *Corporate Cashflow* V.14, n°10, Sep. 1993, p. 56.

Para W. Eggers y J. O Leary⁵⁸ esta estrategia es muy útil para realizar privatizaciones, pues el traspaso de la propiedad de la empresa a los trabajadores de ésta forma tiene la ventaja de permitirles adquirir acciones con un fuerte descuento, pudiendo en algunos casos llegar a ser gratuitas, reduciendo su oposición a la privatización.

Cualquiera que sea el objetivo a la hora de instaurar un plan de compra de acciones, tanto los trabajadores como la empresa deberán observar las consecuencias⁵⁹ de la compra de acciones al descuento. Para la empresa, cualquier descuento por pequeño que éste sea, constituye un coste no deducible de impuestos⁶⁰, por lo que deberá analizar conjuntamente todo el paquete de remuneraciones a los empleados. Por su parte, los trabajadores que tienen la posibilidad de adquirir estas acciones al descuento, deben observar

⁵⁸ EGGERS, W.D. Y LEARY, J. O, "Overcoming public employee opposition to privatization", *Business Forum* V.19, nº1,2, Los Angeles, USA, Winter/Sring 1994, p. 18.

⁵⁹ RENTON, N., "Employee share schemes: a mixed blessing", ..., p. 20.

⁶⁰ Situación regulada por la Ley *Income Tax Assessment Act (Section 26AAC)*.

dos aspectos: por un lado, la calificación de ingreso o renta que tiene el descuento; por otro lado, el riesgo ligado a la compra de las acciones ya que el precio puede descender incluso por debajo del precio con descuento.

También debemos diferenciar el ESOP de los "programas de incentivos para los ejecutivos", pues estos están dirigidos a los directivos y a ciertos empleados claves e importantes de la empresa⁶¹, mientras que los ESOPs están dirigidos a todos los trabajadores. Estos programas son parte de ciertos acuerdos entre los directivos y la empresa encaminados a acercar más los intereses de dichos directivos con los de los accionistas⁶².

Existen variadas formas de incentivos para ejecutivos, pero desde que en 1981 el Gobierno Federal

⁶¹ MILGROM, P., y ROBERTS, J., *Economía, organización Yy Geación de la Empresa*, ..., pp. 243-378.

⁶² MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, J., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, Mc Graw Hill, Madrid 1993, p. 145.

de los Estados Unidos estableció leyes⁶³ a éste respecto, utilizándose desde entonces principalmente dos tipos:

- 1) El plan de opciones sobre acciones para la gerencia (*Incentive Stock Options, ISOs*).

Estos planes surgen con una doble finalidad definida en *The Internal Revenue Code* (section 421 and 422)⁶⁴:

- * Por un lado, como instrumento para eliminar o reducir los costes de agencia, como estudia T. Hemmer⁶⁵.
- * Por otro, para evitar el posible conflicto⁶⁶

⁶³ Estos programas de incentivos para ejecutivos con acciones, están legislados y regulados por *The Internal Revenue Code* (section 422).

⁶⁴ HERETH, R., AND TALBOTT, J., "Employee empowerment via nonqualified stock options", *Tax Adviser* V. 23, n°9, Sep. 1992, pp. 591-592.

⁶⁵ HEMMER, T., "Risk-free incentive contracts: Eliminating agency cost using option based compensation schemes", *Journal of Accounting and Economics* n°16, USA Oct. 1993, pp. 447-473.

⁶⁶ DIEZ DE CASTRO, L.T. y MASCAREÑAS PEREZ IÑIGO, J., "El debate sobre el apalancamiento financiero", en *Análisis Financiero* n° 48, Madrid 1989, p. 8.

entre la gerencia que desea un mayor control, es decir, más acciones en la nueva empresa, y los prestamistas que no siempre están dispuestos a conceder ese mayor control.

Las opciones sobre las acciones⁶⁷ son una especie de premio que se les concede a los directivos, mediante los cuales pueden comprar acciones de la empresa en un momento determinado del tiempo, y a un precio estipulado de antemano, conocido como precio de ejercicio (*exercise price*)⁶⁸. Dicho plan consiste en ir transfiriendo paquetes de acciones en poder de los prestamistas a la gerencia a lo largo de la vida de la empresa y siempre que la gerencia vaya consiguiendo una serie de objetivos señalados por los prestamistas⁶⁹.

⁶⁷ LONG, M.S., "The incentives behind the adoption of Executives Stock Option Plans in US corporations", *Financial Management* V.21, n°3, Autumn 1992, pp. 12-21.

⁶⁸ MARSHALL, J., AND RADIGAN, J., "More options", *United States Bankers* V.103, n°10, Oct. 1993, p. 8.

⁶⁹ Véase un ejemplo del funcionamiento de los planes de opciones sobre acciones para la gerencia en, MASCAREÑAS, J., *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, ..., p. 145.

En un estudio realizado por B. Wilson⁷⁰ se analizan con profundidad las características, ventajas e inconvenientes de los ISOs frente a otros incentivos para ejecutivos, como son los "planes de opciones sobre acciones no cualificadas" o *Nonqualified Stock Options* (NQSOS), haciendo hincapié en que se trata de una alternativa que consigue minimizar los impuestos para la empresa y los ejecutivos cuando la empresa tiene pérdidas, o cuando después de ejercer la opción de compra, las acciones se venden⁷¹.

Los ISOs se pueden unir a los "programas por objetivos para ejecutivos"⁷² en los que una vez cumplidos estos, por ejemplo el incremento de ventas, la reducción de costes, etc; pueden

⁷⁰ WILSON, B., "RRA prompts fresh look at ISOs for corporate executives", *Tax Adviser* V.25, n°3, USA Mar. 1994, pp. 153-155.

⁷¹ Para poder vender las acciones después de ejercitar la opción, hay que respetar ciertas restricciones como que hayan transcurrido al menos dos años desde la creación del ISO y un año desde la fecha de ejercicio de la opción.

⁷² KAPNER, S., "Employee-friendly Brew Moon will offer stock options", *National's Restaurant News* V.28, n°46, USA, Nov. 21, 1994, pp. 22-24.

obtener los bonos prometidos. A.B. Badiru y P.S. Pulat⁷³ permiten relacionar y diferenciar perfectamente los ISOs hasta ahora estudiados con los nuevos ISO 9.000. La intención de este nuevo instrumento es estandarizar los programas por objetivos para ejecutivos con la intención de obtener mejores resultados. La *International Organization for Standardization* ha sido la encargada de regular las calidades de los ISO 9.000, cuya primera publicación se realizó en 1987. Se trata de un conjunto de cinco medidas individuales pero relacionadas entre sí, de carácter internacional, que permiten normalizar la calidad en la dirección y en la seguridad de la empresa.

2) El plan de derechos sobre la revalorización de las acciones (*Stock Appreciation Right, SARs*).

Los ejecutivos involucrados en un SAR, tienen la posibilidad de recibir en efectivo la

⁷³

BADIRU, A.B. AND PULAT, P.S., *Comprehensive Project Management: Integreting Optimization Models, Management Principles, and Computers*, Prentice Hall PTR, Englewood Cliffs, New Jersey, USA, 1995, pp. 29-31.

revalorización que han experimentado las acciones de su empresa en el mercado. Se diferencia de las opciones sobre acciones en que el directivo no tiene que comprar las acciones, es decir, no tiene que ejercer la opción de compra y revender las acciones para obtener la revalorización.

A diferencia de los planes de opciones sobre acciones, un SAR suele reducir el importe de los beneficios netos de la empresa, puesto que estos planes se consideran como una prima o bonos para la dirección. Como los gerentes tienen por objetivo maximizar el valor de mercado de las acciones de la empresa, el plan actúa de manera que obtengan su prima o bono en forma de acciones o dinero, provenientes de los beneficios de la empresa en función del cumplimiento de los objetivos impuestos por la misma, que será la maximización del valor de mercado de las acciones. Además, llevando a cabo un SAR, los directivos consiguen reducir costes de transacción⁷⁴.

⁷⁴ Sobre los costes de transacción, véase, WILLIAMSON, O.E., *Las Instituciones Económicas del Capitalismo*, Fondo de Cultura Económica: Economía Contemporánea,

Estos planes son muy criticados por la posibilidad que tienen los gerentes de inflar artificialmente la cotización de las acciones, obtener su recompensa y finalmente dejar que se desplome el precio de mercado una vez obtenidos los beneficios. Estos planes suelen establecerse conjuntamente con los planes de opciones sobre acciones para la gerencia.

Los programas de incentivos para ejecutivos son un instrumento muy utilizado en los Estados Unidos⁷⁵: en una muestra de 104 empresas, el 87% poseía algún tipo de plan de incentivo para ejecutivos, con las finalidades de atraer (75%), retener (70%) y motivar (63%) a los ejecutivos y empleados claves de la empresa. Según un estudio realizado por S.R. Matsunaga⁷⁶, las características más importantes de

Méjico 1989, pp. 26-52.

⁷⁵ ANON, "Firms to revisit stock option plans if accounting changes", *Employee Benefit Plan Review* V.48, n°2, Aug. 1993, p. 41.

⁷⁶ MATSUNAGA, R.S., "The effects of financial reporting cost on the use of employee stock options", *The Accounting Review* V.70, n°1, USA Jan. 1995, p. 4.

estos programas de incentivos para ejecutivos son las siguientes:

- a) Pueden tener como máximo 10 años de vida desde el momento de la emisión.
- b) El precio de ejercicio del ISO, debe ser igual o mayor que el precio de mercado de las acciones en el momento de la emisión.
- c) Las opciones sólo pueden transferirse por herencia.
- d) El plan de opciones debe especificar el número de acciones que tienen que ser emitidas, y los empleados que tiene derecho a recibir esas opciones.
- e) Las opciones tienen que estar subvencionadas durante un plazo de diez años desde la adopción del plan o desde la fecha de aprobación del mismo por los accionistas.

- f) Si el trabajador posee más de un 10% de la empresa, el precio de la opción debe ser al menos el 110% del precio de mercado, y la vida de la opción no puede exceder de cinco años.
- g) El trabajador debe mantener en su poder la acción al menos dos años después de que la opción haya sido subvencionada, y un año desde que la opción fue ejercida.

Los ISOs proporcionan a los participantes dos ventajas fiscales con respecto a los NQSOs y a los SARs. En primer lugar, cuando los participantes ejercen su opción de compra de acciones en el caso de los ISOs, están obteniendo un porcentaje sobre las ganancias de capital y no un porcentaje sobre los beneficios ordinarios. En segundo lugar, el trabajador paga los impuestos correspondientes a la transacción en el año en que se vende el título subyacente o acción, en vez de pagar los impuestos el año que se ejerce la opción. Este aplazamiento en el pago de los impuestos permite al participante reducir el valor actual de los

impuestos futuros y utilizar el dinero de la venta de las acciones para pagar los impuestos diferidos.

Estos programas de incentivos para los directivos se utilizan principalmente para eliminar los denominados "costes de agencia"⁷⁷ que son los costes derivados de los conflictos de intereses entre la gerencia y los accionistas⁷⁸. Los costes de agencia aparecen para evitar o minimizar las disputas entre los directivos de la empresa y los accionistas respecto a lo que los directivos dicen que hay que hacer y lo que los accionistas desean hacer⁷⁹.

Por otra parte se utilizan también como un fuerte incentivo a la participación en la propiedad de la empresa. Si a los directivos se les hace partícipes de alguna manera en la propiedad de la empresa como

⁷⁷ JENSEN, M., AND MECKLING, W., "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics* V.3, Oct. 1976, pp. 305-360.

⁷⁸ MASCAREÑAS PEREZ IÑIGO, J., "Razones de las fusiones y adquisiciones de empresas", en *Actualidad Financiera* n° 13, Madrid 1989, p. 903-917.

⁷⁹ WESTON, J., CHUNG, k., AND HOAGF, S., ..., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, ..., p. 393-419.

indica R.K.S. Rao⁸⁰, estos tendrán un doble interés pero con un único objetivo: maximizar el valor de la empresa para sus propietarios y accionistas, i.e., para ellos mismos, y obtener el máximo rendimiento como directivos.

Los ESOPs son instrumentos fuertemente controvertidos. Los defensores de los ESOP argumentan que convirtiendo a los trabajadores en propietarios, se aproximan sus intereses a los de los directivos haciendo que los empleados sean más productivos tal y como lo analizan C. Rosen y M. Quarrey⁸¹. En un estudio realizado por *The National Center for Employee Ownership*⁸², se encontraron evidencias estadísticas de éste efecto, siendo particularmente fuerte en aquellas empresas que combinaban el ESOP con otros programas de incentivos en que los empleados participaban en la

⁸⁰ RAO, R.K.S., *Financial Management: Concepts and Applications*, University of Texas at Austin, South-Western Collage Publishing, Cincinnati, Ohio, 1994, pp. 731-758.

⁸¹ ROSEN, C. and QUARREY, M., *How well is Employee Ownership Working?*, Harward Business Review, Sep./Oct. 1987.

⁸² HENRY, J.W., "ESOPs with productivity payoffs", *Journal of Business Strategy* V.10, July-August 1989, pp. 32-37.

dirección: estas empresas obtenían un crecimiento de entre un 8% y un 11% superior a aquellas que no tenían un ESOP.

Según un estudio realizado por K.F. Sellers, J.M. Joseph y P.H. Siegel⁸³ para la *ESOP Association*⁸⁴, se indica que aproximadamente el 75% de las empresas garantes de un fondo piensan que sus ESOPs han mejorado la productividad de los trabajadores. Para A. Wichman⁸⁵, estos instrumentos permiten además, lo que K. Marx⁸⁶ buscaba como "un incremento del control en la producción y de la terminación del producto, así como un mayor control en el proceso productivo".

Los ESOPs son además una manera de disminuir

⁸³ SELLER, K.F., HAGAN, J.M., AND SIEGEL, P.H., "Employee stock ownership plans and shareholder wealth: An examination of the market perceptions of non-tax effects", *Journal of Applied Business Research* V.10, n°3, USA Summer 1994, pp. 45-52.

⁸⁴ ESOP Association. 1986. *ESOP Survey: 1989*. Washington, D.C. ESOP Association.

⁸⁵ WICHMAN, A., "Occupational defferences in involvement with ownership in an airline employee ownership programe", ..., p. 830.

⁸⁶ FLINT, P., "Fourth time lucky?", *Air Transport World* V.30, n°10, Oct 1993, p. 24.

las diferencias de intereses entre los accionistas o inversores y los trabajadores. Para C. Harris⁸⁷, haciendo accionistas a los empleados, las empresas con ESOPs esperan hacer de los trabajadores un grupo más dispuesto a aceptar los cambios organizativos, más flexible ante las modificaciones que supongan reducción de la mano de obra y más inclinado a sugerir mejoras en las operaciones. Según un estudio realizado por C. Rosen, K. Klein y K. Young⁸⁸, en 1986 cerca del 7% de los trabajadores de más de 7.000 empresas, poseían una porción del capital de la compañía.

Sin embargo, uno de los inconvenientes que indican los detractores, es que al recibir una parte de su jubilación, ya sea indemnización o capital acumulado, en acciones de la empresa, se sitúa a los trabajadores en una posición arriesgada en la que dependen de los destinos de la compañía, puesto que de ella dependen tanto sus ahorros como la seguridad de su

⁸⁷ HARRIS, C., "What does privatisation mean to employees? A study of two water PLCs", *Management Research News: MRN* V.17, n°7,8,9, 1944, pp. 126-128.

⁸⁸ ROSEN, C., KLEIN, K., AND YOUNG, K., *Employee ownership in America: The equity solution*, Lexington, MA: D.C. Heath and Co., 1986.

trabajo, sobre todo cuando el precio de mercado de las acciones es bajo. Como indica R.B. Falconer⁸⁹, los ESOPs son un instrumento que va en contra del principio más básico de diversificación de inversiones, pues "se ponen todos los huevos en la misma cesta"⁹⁰, i.e., el futuro del empleo y de los ahorros del trabajador dependen de la evolución de las cotizaciones de las acciones en el mercado.

Este problema se intentó resolver estableciendo lo que L.N. Bader y J. Hourihan⁹¹ denominan un "plan básico", a través del cual los planes de beneficios y los planes de contribución proporcionaban a cada participante unas garantías mínimas mediante la compensación de cualquier pérdida del ESOP respecto a los niveles mínimos establecidos. Este tipo de acuerdo se instauró legalmente con *The Omnibus Budget Reconciliation Act (OBRA)* en 1987.

⁸⁹ FALCONER, R. B., "Employee share-ownership plans: Cracks in golden egg", *Canadian Shareowner* V.8, n°2, Canada Nov./Dec. 1994, pp. 14-15.

⁹⁰ MARKOWITZ, H., *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley, Nueva York, 1959.

⁹¹ BADER, L.N. y HOURIHAN, J.A., *The Financial Executive's Guide to ESOPs*, Salomon Brothers, febrero 1990.

Muchas empresas establecieron este suelo para el ESOP apalancado utilizando acciones preferentes convertibles, puesto que estas acciones tienen la ventaja de que si bien el precio de la acción puede situarse por debajo de unos mínimos establecidos, proporciona altos dividendos que permiten devolver el principal y los intereses del préstamo pedido para la creación del ESOP apalancado. El suelo también se puede establecer con acciones ordinarias, estableciendo un precio mínimo en el mercado por debajo del cual la empresa se compromete a pagar la diferencia.

Otras empresas incluyen opciones de venta de las acciones preferentes, de forma que puedan volver al ESOP a un precio establecido de antemano cuando el trabajador se jubile o finalice su relación laboral por cualquier otro motivo. Estas y otras posibilidades son para la empresa un modo de inversión que tiene a la vez las características de un contrato de seguro, a pesar de que el valor de la garantía depende de la salud financiera de la empresa.

2.3.- TIPOS DE ESOPs:

Una vez definidos los ESOPs y algunas de sus características que más tarde se desarrollarán, se está en condiciones de clasificar los ESOPs. En un informe de la *General Accounting Office (GAO)*⁹² de 1986, se describen los cuatro tipos principales de ESOPs:

* El ESOP apalancado o leveraged ESOP:

Los ESOPs apalancados son el tipo de ESOP que materializa la capacidad crediticia que confiere el Acta *ERISA* a éste instrumento. Es por tanto el ESOP que pide dinero prestado para que los trabajadores puedan adquirir las acciones a los actuales propietarios de la empresa. Está reconocido en el Acta *ERISA* (1974) por lo también se le denomina *ERISA ESOPs*⁹³.

⁹² La *General Accounting Office (GAO)* norteamericana es la encargada de dictar las normas de actuación de los ESOPs, por ejemplo, el Acta *ERISA* en 1974.

⁹³ SELLERS, K., HAGAN, J., AND SIEGEL, P., "Employee stock ownership plans and shareholder wealth: An examination of the market perceptions of the non-tax effects", ..., p. 46.

Una de las principales razones para la adopción de un ESOP apalancado son las importantes ventajas fiscales⁹⁴ que proporciona tanto a los participantes, como a la empresa y a los prestamistas: las contribuciones son deducibles para la empresa, se produce un diferimiento en el pago de impuestos por la compra de las acciones para los trabajadores, o la posibilidad de exclusión del 50% de los intereses recibidos del préstamo al ESOP por parte del prestamista.

La secuencia de transacciones es, mediante un ejemplo sencillo, la siguiente:

- + el banco presta dinero al ESOP por un máximo de 15 años;
- + el ESOP utiliza dicha financiación para comprar acciones de la empresa;
- + la empresa paga con tesorería al ESOP para que pueda reembolsar el préstamo

⁹⁴ CHAPLINSKY, S., AND NIEHAUS, G., "The tax and distributional effects of leveraged ESOPs", *Financial Management* n°19, spring 1990, pp. 29-38.

bancario. Mientras el préstamo es reembolsado, el ESOP asigna acciones a las cuentas de los trabajadores.

La empresa realiza contribuciones al ESOP en una cantidad tal que pueda hacer frente al pago tanto de los intereses como del principal del préstamo pedido para la compra de acciones de la empresa. El ESOP retiene las acciones que son de los trabajadores en unas cuentas en suspenso. A medida que se devuelve el préstamo las acciones son distribuidas a las cuentas particulares de los trabajadores.

* ESOP apalancable o leveragable ESOP:

Se trata de otro de los planes reconocidos por el Acta ERISA.

Para F.J. Chung⁹⁵ los ESOPs apalancables aparecen cuando el plan está autorizado para llevarse a cabo pero no se necesita pedir fondos para la

⁹⁵ CHUNG, F.J., "Leveraged ESOPs and the Struggle for Corporate Control", *The Bankers Magazine* V.173, 1990.

compra de las acciones. Se denomina apalancable porque en cualquier momento puede hacer uso de su capacidad crediticia.

* ESOP no apalancado o *nonleveraged ESOP*:

Son esencialmente planes de gratificación de acciones (*stock bonus plans*), es decir, la empresa puede contribuir al ESOP directamente con acciones. Son también *ERISA ESOPs*.

Si bien las contribuciones se suelen realizar en dinero, con éste tipo de planes cabe la posibilidad de que las contribuciones sean en acciones⁹⁶. Cuando las contribuciones son en acciones, el ESOP es depositario de las mismas hasta que pasan a las cuentas de los trabajadores que en éste caso se realiza inmediatamente. Cuando las contribuciones son en dinero éste se utiliza para comprar acciones de la empresa patrocinadora del ESOP.

⁹⁶ SZABO, J.C., "Giving workers a company stake", *Nation's Business* V.82, n°6, USA Jun. 1994, pp. 54-55.

Puesto que el ESOP recibe acciones o dinero que transformará en acciones de la empresa, no necesita pedir más dinero para la compra de acciones aunque siempre tendrá la posibilidad de pedir un préstamo.

* ESOP como crédito a los impuestos o tax credit

ESOP:

El Acta *ERISA* dividió los ESOPs en dos tipos, siendo los ESOPs como crédito a los impuestos el segundo tipo, que no fue reconocido por el Acta. Dentro de ésta modalidad podemos distinguir dos clases diferentes de ESOPs, ninguna de ellas reconocida por *ERISA*, pero autorizadas posteriormente por *The Tax Reduction Act (TRA)* en 1975, aunque con fuertes restricciones a su utilización después de 1986 con la publicación del *Tax Reform Act*, tal y como indican K.F. Seller, J.M. Hagan y P.H. Siegel⁹⁷:

⁹⁷ SELLER, K.F., HAGAN, J.M., AND SIEGEL, P.H., "Employee stock ownership plans and shareholder wealth: An examination of the market perceptions of non-tax effects", ..., pp. 45-52.

- 1) *Tax Reduction Act ESOPs* o *TRASOPs*⁹⁸, establecidos en 1975, con el que se puede ganar un crédito adicional al crédito existente (1% de la inversión) para invertir en plantas o bienes de equipo cuando se contribuye con ésta cantidad al ESOP.

En 1976, se incrementó el porcentaje en un 0,5% adicional sobre el crédito para aquellas empresas que igualen las cantidades entregadas como contribuciones a sus empleados con las aportadas al TRASOP.

- 2) *Payroll-based ESOP* o *PAYSOPs*, aparecen en 1983 cuando las bases crediticias sobre plantas y bienes de equipo varían del 0,5% sobre el crédito, al total de las nóminas pagadas por la empresa.

Fue completamente eliminado en 1986, si bien los PAYSOP creados con antelación a ésta

⁹⁸ CONTE, M., "Economic research and public policy toward employee ownership in the United States", *Journal of Economic Issues* V. 28, n°2, Jun. 1994, p. 429.

fecha disponen de un amplio margen para su conversión a un TRASOP⁹⁹.

A lo largo del trabajo se hará referencia a los distintos tipos de ESOPs, si bien se analizarán con más profundidad los ESOPs apalancados por tratarse de los ESOPs más desarrollados y extendidos¹⁰⁰. Asimismo se compararán las características de cada uno de ellos y las distintas ventajas e inconvenientes de su elección.

⁹⁹ MARTIN, D.D., "How small business can gain advantages from ESOPs", ..., p. 26.

¹⁰⁰ ELGIN, P.R., "New accounting rule levels playing field", *Pension World* V.30, n°4, Apr. 1994, p. 42.

3.- FINALIDADES DE LOS ESOPs.

Las diferentes formas de ESOP a las que se ha hecho referencia, se pueden utilizar para realizar distintos tipos de reestructuraciones empresariales. La idea fundamental para poder utilizar los ESOPs de esta forma estriba en que estos fondos están directamente relacionados con la remuneración de los empleados que son a su vez una de las bases fundamentales de las reestructuraciones empresariales, definidas por J. Mascareñas¹ como "cualquier operación cuyo objetivo sea alterar la estructura de capital, la capacidad productiva o la estructura de propiedad de la empresa, siempre y cuando no se trate de operaciones normales dentro de la actividad de la compañía". La base para el

¹

J. MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresa*", Ed. Mc Graw-Hill, 2ª edición en preparación.

desarrollo de éste instrumento radica en la creación de un mercado fiscalmente favorable para las acciones de los empleados, lo que permite al ESOP ser un medio fiscalmente eficiente de obtener dinero.

Aunque los ESOPs se utilizaron inicialmente², para que las empresas que no cotizaban en Bolsa proporcionasen un mercado a las acciones de sus propietarios cuando éstos se retirasen, situación por la que nacieron en 1956 en California, USA, como indica F.J. Weston, K.S. Chung y S.E. Hoag³, también es un instrumento interesante para las empresas con cotización bursatil (*public companies*), las cuales están experimentando un fuerte crecimiento en el mercado de los ESOPs. El uso que se le puede dar a los ESOPs no es único, sino que su creciente importancia deriva de la oportunidad de combinar sus distintas posibilidades habiéndose convertido no sólo en un instrumento de cobertura financiera para la empresa

² BERKA, J.W., "Winning wiht ESOPs is no fable", *Life Associotion News* V.89, n°4, USA, April 1994, p. 92.

³ WESTON, F.J., CHUNG, K.S. and HOAG, S.E., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall, Englewood Cliff, N.J.. USA, 1990, p. 363.

patrocinadora, sino también en un eficaz incentivo para los trabajadores⁴.

R.B. Falconer⁵ apunta que "cualquiera que sean las cualidades específicas de los ESOP, su objetivo es el mismo: proporcionar un beneficio para los trabajadores en forma de acciones de la empresa a bajo coste". Ahora bien, aunque el objetivo último sea único, las motivaciones que han llevado a las empresas a instaurar un ESOP han variado desde sus orígenes⁶ dependiendo del tipo de empresa de que se trate. Durante años, la motivación principal de las pequeñas empresas ha sido la necesidad de transmisión del negocio. El ESOP proporcionaba un comprador interesado e involucrado, permitiendo al propietario obtener fondos fiscalmente favorecidos, y deshacerse en todo o en parte de la empresa. Para las grandes empresas existían dos finalidades primordiales durante la década

⁴ CARNEY, K.E., "The Inc. network", *INC*. V.16, n°8, USA, Aug. 1994, pp. 113-115.

⁵ FALCONER, R.B., "Employee share-ownership plans: Cracks in the golden egg", *Canadian Shareowner* n°2, Nov./Dec. 1994, p. 14.

⁶ CHARLES D. SPENCER & ASSOCIATES INC, "ESOPs: employee ownership involve", *Employee Benefit Plan Review*, V.48, n°2, Aug. 1993, pp. 28-30.

de los ochenta: por una parte, la defensa anti-OPA era un arma indispensable en el ambiente de tiburones financieros reinante; por otra parte, se utilizaron los ESOPs como medio para incrementar el Capital Social de la empresa con unas bases fiscalmente favorables.

Las motivaciones que hoy en día llevan a una empresa, grande o pequeña, al establecimiento de un ESOP se centra en dos aspectos: en primer lugar, las empresas utilizan los ESOPs con la finalidad principal de proporcionar un fondo de pensiones; en segundo lugar, se utiliza como una importante fuente de financiación en las fusiones y adquisiciones de empresas. Estos y otros fines analizados por F. Pombo⁷, J.F Weston, K.S. Chung y S.E. Hoag⁸, o por L.N. Bader y A.J. Houriman⁹, se estudian a continuación.

⁷ POMBO, F., "Los ESOPs", *Internacional Corporate Law Supplement: Mergers and Acquisition*, March 1993.

⁸ WESTON, J.F., CHUNG, K.S. y HOAG, S.E., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, ..., pp.360-381.

⁹ BADER, L.N. y HOURIMAN, A.J., "The financial executive's Guide to ESOPs", *Salomon Brothers*, Documentos internos de trabajo, Febrero 1990.

3.1.- COMO PLAN DE PENSIONES:

Del análisis realizado por M.A. Conte¹⁰ sobre las cualidades de los ESOPs, se deduce que este instrumento es ante todo un plan de beneficios para los trabajadores, y que los beneficios que el ESOP proporciona a la empresa surgen como consecuencia de transferir una parte de la propiedad de la compañía a los trabajadores. J.P. Hannon¹¹ indica que el ESOP con ésta finalidad se crea bien modificando el plan de jubilación existente, bien creando un nuevo plan de pensiones que será el ESOP. Por otra parte, la regulación del Acta ERISA exige que: "Los beneficios del ESOP habrán de corresponder principalmente a sus participantes".

Los ESOPs como plan de pensiones requieren

¹⁰ CONTE, M.A., "Economic research and public policy toward employee ownership in the United States", *Journal of Economic Issues* V.28, n°2, Association for Evolutionary Economics, USA, Jun. 1994, pp. 427-437.

¹¹ HANNON, J.P., "Should your company adopt an ESOP?", *Management Accounting*, Jan. 1989, USA, p. 31.

ciertas peculiaridades entre las que se destaca la determinación de las contribuciones monetarias realizadas al ESOP. También pueden existir contribuciones no monetarias, tanto en acciones como en bienes reales, existiendo respecto a estos últimos bienes una fuerte controversia en su cuantificación¹² y en su valoración, estudiada por D.L. Crumbley y D.R. Coker¹³, que analizan así mismo distintos casos de prohibiciones para realizar ESOPs en los que no se va a entrar. Las contribuciones monetarias, tanto si son asignadas a los trabajadores como si se utilizan para la compra de acciones, suponen una doble ventajas: para la empresa, de carácter impositivo respecto a los gastos; para los trabajadores, por la seguridad de recibir un dinero con la jubilación.

Un problema con el que se enfrenta la empresa consiste en determinar el tamaño óptimo de las contribuciones dinerarias: si el ESOP absorbe

¹² BLAIR, M.M., "Corporate "Ownership"", *Brookings Review* n°1, Winter 1995, USA, p. 17.

¹³ CRUMBLEY, D.L., AND COKER, D.R., "Beware of prohibited transactions with ESOPs: A case in point", *CPA Journal* V.64, n°4, New York State Society of Certified Public Accountants, New York, USA, Apr. 1994, pp. 22-27.

demasiados beneficios de la compañía puede no ser un instrumento económicamente eficiente a pesar del atractivo de los incentivos y las ventajas fiscales, pudiendo incluso llegar a descapitalizar la empresa¹⁴. Para R.M., Mano y E D. Deppe¹⁵ si el ESOP utiliza una parte demasiado extensa de las contribuciones de la empresa al fondo de los trabajadores para la compra de acciones de la empresa, puede ser considerado por los empleados como una operación poco atractiva en términos monetarios por el elevado riesgo que implica la falta de diversificación de las inversiones del fondo, ya que prácticamente toda la inversión se realiza en las acciones de la empresa.

Por ésta y otras razones, la empresa fija las contribuciones, no como un dinero añadido para realizar las compensaciones, sino como si se remitieran fondos a un plan de reparto de dinero, utilizando la fórmula

¹⁴ SELLER, K.F., HAGAN, J.M., AND SIEGEL, P.H., "Employee stock ownership plans and shareholder wealth: An examination of the market perceptions of the non-tax effects", *Journal of Applied Business Research* V.10, n°3, USA, Summer 1994, pp. 45-52.

¹⁵ MANO, R.M. AND DEPPE, E D., "The ESOP fable: Employee beware!", *Compensation and Benefits Review* V.26, n°6, USA, Nov./Dec. 1994, pp. 44-48.

401(K) o cualquier otro programa de beneficios. R. Eisman¹⁶ estudia la fórmula 401(K) como una de las más comunes para remitir las contribuciones al ESOP, indicando que "su fin es el de permitir la participación de la empresa en la financiación de los planes de beneficios para los trabajadores". La empresa realizará contribuciones anuales¹⁷ al ESOP por un importe no superior¹⁸ al 25% del total de los salarios de los trabajadores¹⁹. Ahora bien, si la empresa necesitase más fondos para cubrir el total de las contribuciones al ESOP, los trabajadores pueden decidir recortar sus salarios en la parte que se necesite para cubrir las contribuciones de la empresa, constituyendo esta situación una opción de último recurso.

¹⁶ EISMAN, R., "Who's the boss?", *Incentive* V.168, n°10, Oct. 1994, p. 22.

¹⁷ BERKA, J.W., "Winning wiht ESOPs is no fable", ..., p. 90.

¹⁸ LAMMERS, T., "Exit capital: The perfect buyers", *INC.* V.16, n°2, Feb. 1994, p. 50.

¹⁹ Las contribuciones de la empresa al ESOP pueden llegar a un máximo del 25% como media de los salarios de los trabajadores. Ahora bien, este porcentaje es una media de las distintas aportaciones de los trabajadores, siendo superior las aportaciones de los trabajadores cualificados que las de los trabajadores no cualificados.

Las contribuciones de los empleados, tanto si son antes como después de impuestos, no se utilizan para realizar todo tipo de inversiones debido al riesgo de las mismas. Podrían incluso aparecer situaciones punibles²⁰, si se produjese una disminución en el valor de mercado de las acciones que provocase una fuga de acciones de las cuentas de los empleados, puesto que el valor de sus contribuciones sería inferior a lo que realmente ha sido depositado en las cuentas.

El ESOP puede aparecer modificando o reemplazando al plan existente cómo ya se ha comentado, siempre y cuando la valoración del coste y los beneficios para la empresa y los empleados sea positiva, y dependiendo de como la empresa y los participantes compartan las ventajas fiscales y la diferencia entre los ingresos de las acciones sin asignar y el tipo de interés del préstamo pedido para la compra de dichas acciones²¹. S. Chaplinsky, G. Nieaus

²⁰ RENTON, N., "Employee share schemes: A mixed blessing", *IAP Review* V.47, n°1, USA, 1994, pp. 19-21.

²¹ En los ESOPs apalancados.

y L. Van de Gucht²² explican el caso de la empresa SIMMONS CO. en la que los trabajadores hicieron desaparecer en 1989 el plan 401(K) para transformarlo en otro plan de pensiones. De la misma forma, la Empresa POLAROID CORP.²³, transformó en 1989 su plan 401(K) en un importante ESOP. O el caso estudiado por M.J. Storey²⁴, SOLAR PRESS INC., que en 1982 sustituyó su plan de reparto de beneficios (*profit sharing plan*) por un ESOP con excelentes resultados.

3.1.1- Efectos financieros sobre la empresa:

Los ESOP no apalancados pretenden principalmente compensar a los empleados con acciones de la empresa, por encima de otros objetivos financieros. Los efectos financieros de este tipo de ESOP se dilatan bastante en el tiempo. Analizamos la

²² CHAPLINSKY, S., NIEHAUS, G., Y VAN DE GUCHT, L., "Resolving the controversy over the valuation of employee claims in ESOP buyouts", *Benefits Quarterly* n°4, Fourth Quarter 1994, USA, p. 63.

²³ EISMAN, R., "Who's the Boss?",..., p. 22.

²⁴ STOREY, M.J., "When Workers are Owners", *Success* n°1, Feb. 1995, USA, p. 14.

situación con un ejemplo. Pongamos por caso una empresa que contribuye al ESOP con títulos del Tesoro. Por el valor de estos títulos la empresa puede compensar gastos, siendo fiscalmente deducible con las limitaciones marcadas por la ley. Para M.J. Scholes y M. Wolfson²⁵ con ésta operación la empresa no ha realizado ningún desembolso de dinero y, sin embargo, se favorece de las ventajas fiscales incrementando su valor patrimonial a consecuencia de estas deducciones. Ahora bien, debido a que el incremento en el valor patrimonial neto de la empresa debe ir acompañado por el traspaso de una parte de la propiedad de la compañía a los trabajadores, no se produce un beneficio real para los propietarios a no ser que las contribuciones al ESOP estén incluidas en el epígrafe de retribuciones.

El mismo resultado se consigue en los ESOPs apalancados cuando la empresa contribuye con dinero al ESOP y éste lo utiliza para comprar títulos del Tesoro. Si los títulos con los que la empresa contribuye al

²⁵ SCHOLES, M.J. y WOLFSON, M., "Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities", *Financial Management* nº19, Spring 1990, pp. 21-28.

ESOP, o que son comprados por éste, no son títulos del Tesoro o acciones de nueva creación, sino que son acciones que se pueden comprar en el mercado, el Capital Social de la empresa no aumenta. Incluso, puede descender como consecuencia de los pagos periódicos de los salarios en dinero, como indican M.S. Akers y B.I. Cosloy²⁶.

3.2.- COMO MEDIO PARA INCREMENTAR FONDOS PARA LA EXPANSIÓN:

M.J. Storey²⁷ explica como un ESOP es un medio eficaz para aumentar el cash-flow y el capital circulante, los cuales pueden ser utilizados para expandir la empresa. Analizaremos esta posibilidad con un ejemplo: supongamos una empresa que quiere conseguir 100 millones de dólares para expandirse. Los pasos ha

²⁶ AKRESH, M.S. AND COSLOY, B.I., "New math for ESOPs", *Financial Executive* V.10, n°3, USA, May./Jun. 1994, pp. 45-48.

²⁷ STOREY, M.J., "When Workers are Owners", *Success* n° 1, Feb. 1995, USA, p. 14.

seguir son los siguientes:

- 1) La compañía establece un ESOP.
- 2) El ESOP pide prestado 100 millones de dólares a un tercer prestatario con la garantía de la empresa, o bien la empresa pide el préstamo de los 100 millones de dólares y se los presta al ESOP. En cualquiera de los casos se trata de un ESOP apalancado.
- 3) El ESOP utiliza éste dinero para comprar acciones de la empresa garante del fondo: las acciones son la prenda o señal de la garantía. La empresa ya tiene los 100 millones que necesitaba, y que puede utilizar para financiar la expansión interna o externa mediante inversiones en capital o adquisiciones. De ésta manera el ESOP se convierte en una importante fuente de financiación alternativa.
- 4) A lo largo de los años, la empresa aportará al ESOP las contribuciones dinerarias estipuladas y

los dividendos sobre las acciones que están en poder de éste. El ESOP utilizará este dinero para devolver el principal del préstamo y liberar²⁸ acciones asignándolas a las cuentas de los trabajadores.

Las contribuciones son por entero fiscalmente deducibles, con las limitaciones marcadas por la ley, tanto si se utilizan para pagar el principal como los intereses. En el caso de los dividendos pagados en efectivo sobre las acciones en poder del ESOP, el *Internal Revenue Code (section 1042)* (IRC) permite ciertas deducciones estudiadas por R.W. Willens²⁹, pudiendose tratar los dividendos de las siguientes formas³⁰:

²⁸ La liberación de acciones por parte del ESOP supone la asignación de las acciones propiedad del fondo a los nuevos propietarios, los trabajadores, a medida que la empresa realiza las contribuciones al ESOP con motivo de la pensión futura de estos.

²⁹ WILLENS, R.W., "ESOPs provide unique tax benefits", *Journal of Accountancy* V.177, n°6, USA Jun 1994, p. 28.

³⁰ MANO, R.M. Y DEPPE, E.D., "The ESOP fable: Employees beware!", ..., p. 46.

- * Pueden ser pagados a los participantes en dinero dentro de los 90 días siguientes al cierre del ejercicio contable del plan, y ser deducidos por la empresa.
- * Pueden ser retenidos por el ESOP, y utilizarlos para comprar acciones adicionales. Los dividendos así utilizados no son deducibles para la empresa.
- * Con la publicación de la norma SOP 93-6³¹, la *Accounting Standards Executive Committee (ASEC)* ha reducido las ventajas del ESOP, prohibiendo expresamente la utilización de los dividendos de las acciones no distribuidas y en poder del ESOP para el pago del servicio del préstamo (principal e intereses) pedido para adquirir las acciones. La empresa por tanto, no podrá deducirse fiscalmente estos dividendos como indica P.R. Elgin³².

³¹ La norma SOP 93-6 es la *Statement of Position 93-6*.

³² ELGIN, P.R., "Accounting change removes advantages of leveraged ESOPs", *Corporate Cashflow* V.15, n°4, Apr. 1994, pp. 12-14.

Los defensores del ESOP considerarán que éste tipo de acuerdos tiene importantes ventajas respecto a las alternativas tradicionales de financiación en el caso de fusiones y adquisiciones de empresas por diversos motivos, unos válidos y otros cuestionables, alguno de ellos previamente analizados:

1) Efecto incentivo.

P. Milgrom y J. Roberts³³ apuntan como permitiendo a los empleados ser propietarios de la empresa, el ESOP consigue que los trabajadores tengan los mismos intereses que los otros propietarios-accionistas y, por tanto, que sean más productivos y trabajen más. El efecto incentivo es más valioso cuando el éxito de la empresa depende de forma importante del esfuerzo individual.

R. Eisman³⁴ nos pone de manifiesto la situación con un comentario realizado en 1989 por un trabajador de la empresa POLAROID CORP.: "la

³³ MILGROM, P. y ROBERTS, J., *Economía, Organización y Gestión de la Empresa*, Ariel Economía, Barcelona 1993, p. 330.

³⁴ EISMAN, R., "Who's the Boss?", ..., p. 22.

posibilidad de que los trabajadores obtengan parte de la propiedad de la empresa hace que los empleados se sientan mejor con sus trabajos. Los trabajadores nos sentimos motivados con la idea de que siendo propietarios podemos cambiar la empresa con el trabajo de cada día".

Este razonamiento es válido dependiendo del tamaño del ESOP y de la cultura de la empresa que lo realiza. Los estudios sobre la motivación de los trabajadores en la empresa son muy numerosos destacando los realizados por K. Marx sobre la "alienación" en el trabajo. Ahora bien, la motivación y los incentivos son distintos según los diferentes grupos de trabajadores dentro de la empresa, y por lo tanto, su repercusión en la productividad también.

Estudios empíricos demuestran ésta diferencia de motivaciones y de repercusiones por la obtención de parte de la propiedad de la empresa. A.

Tannenbaum³⁵ sugiere que los trabajadores más especializados están interesados en participar en la propiedad de la empresa, mientras que los trabajadores no especializados, los más jóvenes y las mujeres, tienen interés en el cambio de las estructuras existentes. El trabajador como propietario, es una forma de aumentar la motivación y la productividad en el trabajo, permitiendo como dice A. Wichman³⁶ la "democracia en el trabajo".

2) Efecto fiscal.

Algunos de los efectos fiscales para la empresa del aumento de fondos por éste método, son estudiados por J.W. Berka³⁷.

Un importante efecto aparece cuando la empresa puede deducir de los ingresos fiscales la cuantía de los dividendos pagados al ESOP. Sea cual sea el uso dado a los dividendos, estos suponen una

³⁵ TANNENBAUM, A., *Control in Organizations*, McGraw Hill, New York, 1968.

³⁶ WICHMAN, A., "Occupational differences in involvement with ownership in an airline employee ownership program", *Human Relations* n°7, USA, Jul. 1994, pp. 829-846.

³⁷ BERKA, J.W. "Winning with ESOPs is no fable", ..., pp. 91-92.

retención de beneficios. Ahora bien, la deducción se produce siempre que esos dividendos se utilicen para reembolsar el préstamo³⁸, o se pagen en dinero a los participantes del fondo.

Teóricamente la empresa puede obtener la deducción de los dividendos siempre y cuando mantenga el coste bruto de la indemnización, la posición de los participantes en el fondo y no varíe el tamaño del ESOP³⁹. Esta situación se puede conseguir pagando los dividendos en dinero a los participantes, reduciendo su asignación en una cantidad igual, y realizando una aportación adicional al ESOP por dicho montante.

En el caso de que los dividendos se paguen a los participantes, estos pierden la ventaja de una buena protección frente a la concentración de

³⁸ Sea cual sea el uso dado a los dividendos, estos suponen una retención de beneficios. Después de que las empresas adoptaran la norma "*Financial Accounting Standards Board (FASB) Statement 96*", los beneficios fiscales de la misma redujeron los impuestos sobre los gastos e incrementaron de ésta forma las ganancias netas.

³⁹ SCHOLLES, M.J. y WOLFSON, M., "Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities", ..., pp. 21-28.

impuestos en sus cuentas del ESOP como apunta D.D. Martin⁴⁰. De ésta forma los participantes del fondo tendrán que pagar los impuestos normales sobre los dividendos, en vez de transferir el impuesto hasta el momento en que el resto de los beneficios del ESOP se paguen con la jubilación o cualquier otro término del contrato. Además, con el tiempo, el ESOP puede tener menos acciones si los dividendos se han repartido a los trabajadores en dinero, que si se han ido reinvertiendo en el ESOP.

Por otra parte, también puede ser atractivo para la empresa utilizar los dividendos para devolver el préstamo en vez de distribuirlo entre los participantes. Las reglas contables estudiadas por P.R. Elgin⁴¹ y dictadas por *The Accounting Standards Executive Committee (ASEC)* denominadas *Statement of Position (SOP) 93-6*, indican que los

⁴⁰ MARTIN, D.D., "How small business can gain advantages from ESOPs", *National Public Accountant* V.39, n°2, USA, Feb. 1994, p. 24.

⁴¹ ELGIN, P.R., "New accounting rule levels playing field", *Pension World* V.30, n°4, Apr. 1994, p. 42.

dividendos de las acciones no distribuidas podrán tratarse como pagos en efectivo para la devolución del préstamo. En ésta situación pueden aparecer ciertos problemas cuando la empresa utiliza los dividendos de las acciones asignadas a los participantes para el servicio de la deuda. Las cuentas de cada participante deben recibir una porción de acciones de al menos el mismo valor de los dividendos que tendrían que ser depositados en sus cuentas. Si el precio de mercado de las acciones desciende desde que fueron compradas, la asignación pagada como contravalor de los dividendos tiene que absorber más acciones que antes. Este sobrepago deberá incluirse en el valor de las acciones que se entregan al ESOP en forma de contribuciones de la empresa.

En algunas circunstancias si el valor de mercado de las acciones desciende demasiado, el ESOP puede requerir una contribución adicional⁴² de la empresa para liberar suficientes acciones para

⁴² LAMMERS, T., "Exit capital: The perfect buyers", ..., p. 50.

estas cuentas. Además de la deducción de los dividendos para la empresa, el ESOP puede pedir un préstamo complementario en el que utilizará los dividendos para el servicio de la deuda.

3) Efecto financiero.

La tercera ventaja argumentada en favor de éste método frente a los tradicionales de financiación, referente principalmente a los ESOPs apalancables, es que la empresa puede deducir de su cuota impositiva tanto los pagos de intereses como los de principal⁴³, reduciendo de ésta forma el coste del servicio de la deuda después de los impuestos, como indica un estudio realizado por la Cámara de Comercio de los EEUU o *Chamber of Commerce of the United States*⁴⁴. Esta afirmación es en algunos casos confusa. De hecho la empresa sólo deduce el dinero pagado a sus empleados a través del ESOP.

⁴³ SZABO, J.C., "Giving workers a company stake", *Nation's Business* V.82, n°6, Jun. 1994, p. 54.

⁴⁴ CHAMBER OF COMMERCE OF THE UNITED STATES, "Is your firm an ESOP candidate?", *National's Business* V.82, n°6, Jun. 1994, p. 55.

En el ejemplo que hemos analizado (pag.79), cuando la empresa devuelve el préstamo de 100 millones, recibirá la deducción por el pago de los intereses, como en cualquier otra forma de préstamo. Asimismo, también recibirá deducciones por el total de los 100 millones correspondientes al pago del principal, consecuencia del crédito de 100 millones en acciones de las cuentas de los trabajadores. Hay que tener en cuenta que la empresa debe tener suficientes ingresos sujetos a gravamen, como para que sea importante el valor de estas deducciones.

La empresa, además, no necesita realizar un ESOP apalancado para conseguir estas ventajas financieras. Pongamos en ejemplo:

- 1) La empresa puede pedir un préstamo de 100 millones de dólares a una tercera parte o prestamista.
- 2) Mientras que se va devolviendo el principal del préstamo pedido, la empresa contribuye

con acciones a un ESOP no apalancado o a cualquier otra forma de plan jubilación, generando la deducción impositiva correspondiente a esos 100 millones de dólares.

- 3) Este traspaso de fondos supone una dilución⁴⁵ del capital desde el momento en que la empresa entrega a los trabajadores 100 millones de dólares en acciones y obtiene una recompensa monetaria en forma de deducción fiscal⁴⁶ sobre el valor total de los 100 millones. Esta operación sería neutral si los 100 millones de dólares con los que la empresa contribuye al ESOP no apalancado sustituyesen a los 100 millones de dólares de compensación que los trabajadores deberían haber recibido.

⁴⁵ ADAMSON, S.R., "The ESOP as an employee benefit: Its impact on firm value", *Benefits Quarterly* V.9, n°2, Second Quarter 1993, p. 55.

⁴⁶ Actualmente la tasa de deducción en los EEUU es del 34%, lo que supone en el ejemplo un total de 34 millones de dólares.

Con estos argumentos lo que se intenta es poner en evidencia que los ESOP apalancados no generan una única y valorable deducción impositiva por el reembolso del principal. J.C. Szabo⁴⁷ añade que "los ESOPs permiten a la empresa la deducción no sólo del principal y los intereses pagados sobre el préstamo pedido para la creación del fondo, sino también de los dividendos pagados sobre las acciones". Por contra, ciertos autores como N. Renton⁴⁸ reconocen la existencia de deducciones extras en forma de compensaciones o indemnizaciones a los empleados, operación que puede llegar a ser no eficiente para la empresa y los antiguos propietarios si estas compensaciones están muy por encima de lo que normalmente se les pagaba a los trabajadores.

Por todo lo que se acaba de exponer, podemos decir que los ESOPs son una fuente extra de financiación, que la empresa puede utilizar entre otras cosas para expandirse. Por ésta causa, puede ser

⁴⁷ SZABO, J.C., "Giving workers a company stake", ..., p. 54.

⁴⁸ RENTON, N., "Employee share schemes: A mixed blessing", ..., p. 20.

conveniente un aumento en el conjunto de ventajas como consecuencia de los beneficios de la empresa y del riesgo asumido por los trabajadores. Además, si la compañía no tiene acceso al mercado de capitales o éste acceso es muy limitado, los antiguos propietarios verán con buenos ojos la inyección de capital a la empresa a través del ESOP.

El grupo de empresas BREW MOON ENTERPRISES INC., es un buen ejemplo de como una empresa utiliza un ESOP para aumentar sus fondos para la expansión. E. Feiner⁴⁹, su presidente, analiza las causas que le llevaron en 1994 a instaurar el plan: "el que nuestra empresa se decidiera a ofrecer un ESOPs a sus trabajadores, tiene un doble origen: por una parte, la empresa desea mantener y retener a los trabajadores más cualificados; por otra parte, se necesitan fondos para la expansión". La empresa BREW MOON, se dedica a la explotación de restaurantes y cafeterías, en el ámbito del estado de Boston. Después de la operación, su presidente espera abrir 10 nuevos restaurantes.

⁴⁹

KAPNER, S., "Employee-friendly Brew Moon will offer stock options", *Nation's Restaurant News* V.28, n°46, (Nov. 21, 1994), pp. 22-24.

3.2.1.- Efectos financieros sobre la empresa:

En el momento de decidir si se lleva cabo la operación es necesario valorar los efectos que tendría la creación de un ESOP sobre los estados financieros de la empresa⁵⁰. Pasamos a estudiar dichos efectos sobre los estados financieros:

1) El balance y la cuenta de resultados:

El préstamo al ESOP apalancado, cualquiera que sea el tipo de préstamo, se considera respecto al balance, como cualquier otra deuda de la empresa⁵¹. En nuestro ejemplo (pag.79), los ingresos de capital podrían aumentar en 100 millones de dólares por las nuevas acciones, siempre y cuando la cuenta de Capital Social se aumente en 100 millones contra su contrapartida

⁵⁰ Se analizan los efectos financieros que aparecen antes de que se produzca una dilución de capital por la venta de acciones de nueva creación o de títulos del tesoro del ESOP apalancado.

⁵¹ La contabilidad de un ESOP apalancado es bastante complicada.

que será una cuenta de compensación diferida, por las acciones no distribuidas que estén en poder del ESOP.

De ésta manera la empresa no sufre cambios en el capital y aumenta su deuda cuando se crea el ESOP. Tanto el pasivo como la cuenta de contrapartida de compensación diferida se reducen a medida que el ESOP devuelve el préstamo y las acciones son asignadas a las cuentas de los trabajadores y, por tanto, liberadas. De ésta forma el capital de la empresa irá aumentando con el paso de los años, antes de reflejar los resultados de la operación. En nuestro ejemplo, la liquidez de la empresa aumenta en 100 millones de dólares, pero también aumenta el pasivo por la misma cantidad. El resultado de la operación es un apalancamiento en el balance sin cambios en el valor neto de la empresa.

Para aquellos ESOPs que adquieren acciones después del 14 de diciembre de 1989, es decir, para la situación actual, los gastos deducibles de los

beneficios de las empresas antes de impuestos, se determinan no sólo por las contribuciones de dinero al ESOP:

- * Las contribuciones en dinero deben ser suficientes para pagar el principal y los intereses, menos los dividendos pagados a las acciones del ESOP y que se utilizan para el servicio de la deuda. El pasivo se reduce por los reembolsos de principal.
- * Sin embargo, el gasto es igual al coste de las acciones liberadas con los reembolsos del préstamo, más los intereses, menos los dividendos. La cuenta de compensación se reduce por el coste de las acciones liberadas.

M.S. Akresh y B.I. Cosloy⁵² estudian las consecuencias sobre el balance y la cuenta de resultado, de llevar a cabo un ESOP, según la

⁵²

AKRESH, M.S., AND COSLOY, B.I., "New math for ESOPs", *Financial Executive* V.10, n°3, May./Jun. 1994, pp. 45-48.

Norma *The Statement of Position* 93-6, dictada por *The Accounting Standards Executive Committee*. En dicha Norma SOP 93-6, se diferencian las implicaciones de la siguiente manera:

* En el balance:

- El ESOP debe tener una contabilidad consolidada con la empresa garante del fondo.
- La memoria de la empresa debe incluir la emisión de acciones y el correspondiente cargo a una cuenta de contrapartida.
- La memoria debe incluir los préstamos concedidos al ESOP por un tercer prestamista como un pasivo o deuda en el balance.
- En los ESOPs apalancados, el préstamo recibido no es un activo y la deuda del ESOP no es un pasivo.
- Los dividendos sobre las acciones distribuidas a los trabajadores son beneficios retenidos.

* En la cuenta de resultados:

- Las acciones del ESOP que deben ser liberadas, tienen que reconocerse como un gasto por su valor nominal o facial⁵³.
- Aquellas acciones del ESOP que se utilicen como fondos para otro tipo de planes de beneficios, deben ser tratadas en la contabilidad como si la empresa no hubiese utilizado el ESOP.
- La memoria debe contener los intereses pagados por el préstamo al ESOP.
- Los dividendos de las acciones no distribuidas deben considerarse un gasto.

2) En los beneficios por acción:

Para empezar a hablar de los beneficios por acción (BPA) lo primero es la definición que se puede dar

⁵³

SOCOL, R.S., AND BROWN, G.K., "The Kroy decision: ESOP advisers must do their homework", *Mergers & Acquisitions* V.28, n°5, Mar./Apr. 1994, p. 30.

de los mismos⁵⁴: son las ganancias de la empresa por parte alicuota del Capital Social o acción. De ésta definición se deduce la relación de los BPA con la dilución de los beneficios en el seno de la empresa: cuantas más acciones existan en circulación para un mismo volumen de beneficios, las ganancias por acción serán menores.

P.R. Elgin⁵⁵ analiza el impacto de la creación de un ESOP sobre los beneficios por acción (BPA), observando que estos dependen de cómo se reestructuren los beneficios para los empleados y cómo utilice la empresa sus ganancias. Desde el punto de vista contable, las antiguas reglas consideraban todas las acciones de un ESOP como acciones en circulación para el cálculo de los beneficios por acción. Con la Norma SOP 93-6⁵⁶, las acciones no distribuidas por el ESOP a sus

⁵⁴ BREALEY, R.A., AND MYERS, S.C., *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, Third Edition, Singapore 1988, pp. 56-61.

⁵⁵ ELGIN, P.R., "Accounting change removes advantages of leveraged ESOPs", ..., pp. 12-14.

⁵⁶ La Norma *Statement of Position (SOP 93-6)*, fue dictada por la *Accounting Standards Executive Committee*.

participantes no se consideran acciones en circulación⁵⁷, de forma que con ésta nueva regulación se pueden reducir o aumentar los beneficios por acción de la empresa dependiendo de las ganancias netas de la misma, como indican J.R. Gates y D.E. Reid⁵⁸. Un caso concreto en que los beneficios por acción se reducen⁵⁹ ocurre cuando el precio de mercado de las acciones aumenta y los beneficios de la empresa son conocidos y están declarados contablemente. Por contra, los beneficios por acción aumentan cuando la empresa recibe un aumento de capital extra y lo utiliza eficientemente.

Mediante un ejemplo veamos la forma en que se lleva a cabo:

⁵⁷ CAHILL, K., "Accounting for ESOPs", *CFO: The Magazine for Senior Financial Executives* V.9, n°2, Feb. 1993, p. 12.

⁵⁸ GATES, J.R., AND REID, D.E., "How one firm's ESOP builds bridges overseas", *Financial Executive* V.10, n°4, Jul./Aug. 1994, p. 27.

⁵⁹ SEARFOSS, D.G., AND NCNAMEE, D.D., "Employers' accountaning for employee stock ownership plans", *Journal of Accountancy* V.175, n°2, Feb. 1993, pp. 53-60.

- * La empresa recibe un ingreso generado por los 100 millones de aumento de capital, al crear el ESOP.
- * Este aumento de capital debe ser compensado con el pago del servicio de la deuda de 100 millones de dólares, a través de las contribuciones que la empresa paga al ESOP. Puede suceder que las contribuciones sean un incremento del coste de la operación y no sólo una redistribución del coste ya existente. En esta situación se produce una dilución del capital.
- * Por el contrario, si los 100 millones producen las mismas ganancias que el capital existente, y no se produce un incremento en el coste de las compensaciones al ESOP, se puede evitar la dilución de los beneficios⁶⁰.

⁶⁰ Otro método para evitar la dilución puede ser utilizar acciones preferentes convertibles, como complemento a un plan de recompra de acciones ordinarias.

Una vez analizados los efectos que produce la creación de un ESOP para aumentar los fondos en los estados financieros de la empresa, podemos estudiar la viabilidad económica del plan. La clave entonces de la viabilidad económica de un ESOP, radica en el establecimiento de las contribuciones apropiadas al ESOP dentro del conjunto de ventajas de la operación.

Para conseguir dicha viabilidad se exigen ciertos requisitos⁶¹ como son la estimación de los salarios futuros de los participantes al plan, la valoración de otras compensaciones que puedan recibir los trabajadores o el ajuste de otros beneficios que son gasto para la empresa, la determinación del porcentaje de los salarios que se va a destinar al ESOP en forma de contribuciones y cuyo máximo es del 25% de los salarios, la justa valoración de las acciones en que van a ser invertidas las contribuciones, normalmente su valor facial, o la selección del préstamo que se puede pagar con dichas contribuciones.

⁶¹ FALCONER, R.B., "Employee share-ownership plans: Cracks in the golden egg", ..., pp. 14-15.

Las empresas patrocinadoras de un ESOP apalancado deben valorar con anticipación las obligaciones derivadas de sus contribuciones al ESOP como consecuencia de los requisitos exigidos para el servicio de la deuda, obligaciones que representan una fuente futura de costes fijos.

Veamos dichas consecuencias con un ejemplo: una empresa puede anunciar a sus empleados la intención de contribuir al ESOP con una cantidad igual a las contribuciones realizadas al plan 401(K), o igual a ciertos porcentajes sobre los salarios o los beneficios, posibilidad establecida por la *Accounting Standards Executive Committee*⁶² en SOP 93-6. En estas circunstancias no surgirán problemas si ocurren ciertos hechos que generen un valor superior al esperado de las contribuciones al ESOP. Estas contribuciones "extra"⁶³ se pueden repartir entre los participantes al fondo o utilizarlas para realizar devoluciones del préstamo si las condiciones lo permitan. Todo lo que se pierde si

⁶² FAULKNER & GRAY INC., "AcSEC releases ESOP statement", *Practical Accountant* V.27, n°2, Feb. 1994, p. 58.

⁶³ CAHILL, K., "Accounting for ESOPs", ..., p. 12.

las contribuciones reales son inferiores a las esperadas es que el ESOP no utiliza toda su capacidad de apalancamiento sobre las acciones compradas.

Por el contrario, pueden aparecer problemas para cumplir los requisitos del servicio de la deuda si la fórmula utilizada genera menos contribuciones de las esperadas⁶⁴, lo que puede ocurrir por tres razones principales:

- * Por la reducción de los salarios de los trabajadores en los que se basan las contribuciones.
- * Por el desgaste del capital humano.
- * Por enajenación o venta, en el caso de una empresa subsidiaria o filial.

En éstas condiciones si la empresa patrocinadora del fondo acepta y las circunstancias lo permiten, se intentará alargar el préstamo en el tiempo o

⁶⁴ EISMAN, R., "Who's the boss?", ..., p. 24.

refinanciarlo en función de sus condiciones iniciales.

Si el presupuesto establecido para el servicio de la deuda no es flexible para acomodarse a las posibles fluctuaciones de las contribuciones, la empresa deberá contribuir con un porcentaje más alto de lo normal sobre el salario más bajo de los trabajadores, para garantizar de ésta forma las contribuciones al ESOP para los empleados; en algunas circunstancias incluso la empresa puede verse obligada a realizar aportaciones no deducibles para poder cumplir con los requisitos establecidos sobre la deuda⁶⁵.

Las agencias de calificación suelen valorar a las compañías garantes y patrocinadoras de los ESOPs como empresas con buena situación financiera. Ahora bien, es necesario hacerse la siguiente pregunta⁶⁶: ¿los ESOPs implican mejoras en la calificación de las empresas?, o ¿son las empresas con buena calificación

⁶⁵ Pago de principal más intereses sobre en el periodo establecido.

⁶⁶ EISMAN, R., "Who's the boss?", ..., p. 23.

las que realizan los ESOPs?. M. Keeling⁶⁷ explica que ambas situaciones deberían ocurrir con un 50% de probabilidades, si bien lo más normal es que sean las empresas con una buena calificación las que realicen los ESOPs. Para S.A. Lee⁶⁸ el Acta ERISA establece una serie de fuertes obligaciones económico-financieras al ESOP y a la empresa garante, entre las que destacan⁶⁹ la devolución del préstamo pedido para la compra de las acciones de la empresa y la recompra de acciones a los trabajadores que se marchan, de forma que sólo llegarán a buen término aquellos ESOPs realizados por empresas relativamente fuertes con cierta perspectiva a largo plazo. Cuando los ESOP no suponen un incremento en las provisiones de tesorería de la empresa y no se modifica su estructura de capital a lo largo de los años, la posición en el *rating* o escala de calificación se suele mantener. Incluso los cambios en la propiedad de la empresa y en el accionariado ayudan en ésta valoración.

⁶⁷ Michael Keeling, es el presidente de la *Employee Stock Association (ESOP Association)*, una organización creada por las empresas con ESOPs, con sede en Washington, D.C.

⁶⁸ LEE, S.A., "ESOP is a powerfull tool to align employees with corporate goals", *Pension World* V.30, n°4, April 1994, p. 42.

⁶⁹ ENGLANDER, D.W., "Cashing out through ESOPs", *Small Business Reports* V.18, n°10, Oct. 1993, p. 44.

3.3.- PROPORCIONA MERCADO PARA LAS ACCIONES DEL ANTIGUO

PROPIETARIO:

Una de las utilidades más importante de este instrumento radica en que una empresa privada puede utilizar el ESOP para financiar la compra de acciones al propietario, como indica la Cámara de Comercio de los Estados Unidos⁷⁰. Según datos del *National Center for Employee Ownership*⁷¹ analizados por J.C. Szabo⁷², algo menos de la mitad de los 10.000 ESOPs que existen en Estados Unidos⁷³ han sido realizados con el objetivo de proporcionar mercado a las acciones del propietario que quiere abandonar la propiedad de la empresa.

⁷⁰ CHAMBER OF COMMERCE OF THE UNITED STATES, "Is your firm an ESOP candidate?", ..., p. 55.

⁷¹ El *National Center for Employee Ownership (NCEO)*, situado en Oakland, California, es una organización privada, no lucrativa y orientada a la investigación y desarrollo de este instrumento, que sirve como fuente de información centralizada sobre los ESOPs. Asimismo publica con carácter trimestral la revista "Journal of Employee Ownership, Law, and Finance".

⁷² SZABO, J.C., "Giving workers a company stake", ..., pp. 54-55.

⁷³ En el año 1994 existían en Estados Unidos unos 10.000 ESOPs. Fuente: NCEO.

El procedimiento utilizado en éste caso es muy similar a los anteriormente expuestos: sin embargo, el préstamo pedido por el ESOP no se utiliza para pagar a la empresa por la compra de los títulos, sino que el dinero lo reciben los accionistas cuyas acciones han sido adquiridas por el ESOP.

La estructura, los pros y los contras de ésta operación son similares a los ya analizados en los fines anteriores, con varias consideraciones adicionales expuestas por T. Lammers⁷⁴:

- 1) El propietario que se retira o jubila recibe ciertos beneficios fiscales, entre los que cabe destacar el diferimiento de ciertos impuestos.
- 2) El propietario puede deshacerse sólo de una parte de la propiedad de la empresa, manteniendo cierto control por el tiempo que estime oportuno.
- 3) Si la empresa continua siendo privada, ésta puede

⁷⁴ LAMMERS, T., "Exit capital: The perfect buyers", *Goldhirsh, Group Inc.*, V.16, n°2, Feb. 1994, pp. 49-53.

establecer un plan de recompra de acciones paralelo, que irá aumentando cuando los trabajadores se jubilen o cuando ejerzan el derecho a diversificar⁷⁵ sus ahorros fuera de la empresa si han cumplido una determinada edad, o si llevan 10 años o más participando en el ESOP.

Como ejemplo de esta finalidad se puede mencionar el caso de la empresa HARVEY LYONS⁷⁶. Se trata de una pequeña empresa de la rama de la confección textil situada en Chicago, que en 1993 realizó un ESOP con el fin de proporcionar mercado a las acciones de los 24 de sus 30 accionistas⁷⁷ que querían desprenderse de todo o parte del negocio.

⁷⁵ Los trabajadores pueden diversificar hasta un 25 por cien de sus posesiones en un ESOP si tienen la edad de 55 años y han sido miembros del plan durante 10 años o más, o hasta un 50 por cien si tienen una edad de 60 años.

⁷⁶ MCDERMOTT, K., "Succession becomes a public issue", *Dun & Bradstreet Reports* V. 42, n°4, Jul./Aug. 1993, pp. 20-23.

⁷⁷ MCDERMOTT, K., "Extending the family", *Dun & Bradstreet Reports* V. 42, n°4, Jul./Aug. 1993, p. 23.

3.4.- RECOMPRA DE LAS ACCIONES:

La recompra de acciones es una operación cada vez más común en el mundo financiero. Consiste en recomprar grandes cantidades de acciones de la propia empresa ya sea directamente en el mercado, o bien a través de un intermediario.

Los motivos que llevan a una empresa a realizar esta operación pueden ser seis según analiza L. Dann⁷⁸:

- 1) sirven para aumentar los beneficios por acción en la memoria de la empresa;
- 2) para realizar cambios en la estructura de capital;
- 3) para distribuir dinero entre los accionistas reduciendo a la vez sus obligaciones fiscales;

⁷⁸

DANN, L., "Common stock repurchase: What do they really accomplish?", in *The Revolution in Corporate Finance*, ed. Joel M. Stern y Donald H. Chew, JR., Blackwell Finance, second edition 1992, Massachusetts, USA, pp. 177-180.

- 4) para reducir la salida de flujos de dinero de la empresa en forma de dividendos (sin reducir los dividendos por acción);
- 5) para comunicar al mercado que las acciones están infravaloradas; y
- 6) para deshacerse de los accionistas que no permiten que la empresa actúe de forma eficiente.

J. Mascareñas y G. Lejarriaga⁷⁹ estudian con mayor profundidad el tema, añadiendo a los anteriores motivos los expuestos a continuación:

- 7) Es una forma de invertir en la propia compañía;
- 8) minimiza la dilución sobre los beneficios por acción (BPA), asociados con las fusiones de empresas y la existencia de opciones sobre acciones en forma de warrants; y

⁷⁹ MASCAREÑAS, J., Y LEJERRIAGA, G., *Análisis de la Estructura de la Empresa*, Ed. Eudema, Madrid, 1993, p. 108.

- 9) reduce los costes administrativos asociados a la atención de los pequeños accionistas.

Todos los motivos que se acaban de mencionar son aplicables al caso de los ESOPs, si bien el que más se ajusta a éste estudio es el tercero: distribuir dinero entre los accionistas reduciendo sus obligaciones fiscales. Por ello, junto con el plan del ESOP se puede establecer un plan de recompra de acciones, que permite a los participantes del fondo recuperar acciones del mercado a través del ESOP de forma fiscalmente más atractiva que recuperándolas a través de la empresa.

El plan de recompra de acciones se puede crear y dirigir a través del ESOP de la misma forma que se ha visto en el "incremento de fondos para la expansión", con la diferencia de que el ESOP compra acciones ordinarias en el mercado en vez de acciones a la compañía. Dependiendo del número de acciones que se vayan a comprar, la adquisición se realizará directamente en el mercado o a través de un

intermediario, teniendo en cuenta que la prima pagada al intermediario por la compra no supone un alto coste para el número de acciones que normalmente se quieren adquirir. Además, no pueden recibir la prima las partes interesadas, es decir, los empleados o cualquier otra persona que tenga una relación financiera o fiduciaria con el antiguo propietario o con el ESOP.

Analicemos con más detalle el tercer motivo para realizar una recompra de acciones. Utilizando la recompra de acciones como un sustituto al pago de dividendos los directivos se pueden encontrar con algunos problemas a la hora de maximizar la riqueza de todos los accionistas. Sin embargo, R.K.S. Rao⁸⁰ considera que éste método tiene ventajas para el ESOP respecto a otros por dos razones: en primer lugar, proporciona transferencia de riqueza de unos accionistas a otros y de los obligacionistas a los accionistas, como consecuencia del aumento de precios en el mercado que aparece ante el anuncio de ésta operación. En segundo

⁸⁰

RAO, R.K.S., *Financial Management: Concepts and Applications*, University of Texas at Austin, South-West Collage Publishing, 3rd edition, Cincinnati, Ohio, 1994, p. 541.

lugar, la recompra de acciones a través del ESOP tiene, además, un importante efecto impositivo materializado en ciertas ventajas fiscales sobre la compra de dichas acciones a través de la empresa.

Existen importantes estudios empíricos sobre los efectos de la recompra de acciones en los precios de las empresas entre los cuales se encuentran los realizados por R.W. Masulis⁸¹ y T. Vermaelen⁸², quienes añaden a los efectos anteriores de transferencia de riqueza y de ventajas fiscales, otros dos efectos. Por una parte, la recompra de acciones es un instrumento que permite el apalancamiento y, por tanto, es una fuente de financiación⁸³. La razón estriba en que el apalancamiento potencia una respuesta positiva del mercado a la operación, principalmente por las ventajas fiscales de la financiación mediante deuda, de forma

⁸¹ R.W. MASULIS, "The impact of capital structure change on firm value", *Journal of Finance* n°38, March 1983, pp. 107-126.

⁸² VERMAELEN, T., "Common stock repurchase and market signalling: an empirical test", *Journal of Financial Economics* n°9, June 1981, pp. 139-183.

⁸³ DANN, L.Y., "Common stock repurchase: An analysis of returns to bondholders and stockholders", *Journal of Financial Economics*, n°9, June 1981, p. 137.

que la recompra de acciones financiada con deuda proporciona mayores rendimientos a la empresa y al ESOP que la recompra de acciones financiada sin utilizar deuda.

Por otra parte, la recompra de acciones es un instrumento con un importante efecto informativo. Este instrumento proporciona información a la empresa y al ESOP sobre si las acciones están o no infravaloradas en el mercado. Ahora bien, es importante tener en cuenta dos aspectos a la hora de considerar el efecto informativo⁸⁴: por un lado, debe ser una señal para la empresa de cara a actuar para incrementar el precio de las acciones en el futuro, y no sólo por el hecho de la recompra; por otro lado, la recompra no es la forma más eficiente en términos de coste de dar a conocer en el mercado las intenciones de la dirección. Por estas razones, la recompra de acciones debe utilizarse en su faceta informativa cuando no existe otra forma más eficiente de incrementar el precio de las acciones y de comunicar las intenciones de la dirección.

⁸⁴ DANN, L., "Common stock repurchase: What do they really accomplish?", ..., p. 177.

T.C. Cooke⁸⁵ indica que en el caso de los ESOPs, las acciones recompradas se reparten entre los trabajadores participantes del fondo que no estén retirados. Esto es ventajoso para los propietarios del ESOP si la colocación y distribución de acciones recompradas en el mercado es parte del conjunto de ventajas del plan denominado también, "paquete de compensación del ESOP". La empresa puede evitar la dilución de beneficios sólo si los gastos del ESOP sustituyen otros gastos de compensación que la empresa debería seguir pagando. Esta situación se consigue gracias a que el número de acciones ordinarias no se modifica.

La capacidad de recomprar acciones de las empresas que tienen constituido un ESOP, es en realidad una obligación de éstas desde el momento de la instauración del plan. La empresa y el ESOP tienen la obligación de tener preparado un plan de recompra de acciones paralelo al ESOP, para disponer de los fondos necesarios para la recompra de acciones en el momento

⁸⁵

COOKE, T.E., *Mergers and Adquisitions*, Bassil Blackwell, Inc., Massachusetts USA, 1989, pp. 225-226.

en que se extinga la relación laboral con los trabajadores participantes en el plan. Esta obligación de recompra de acciones permite crear un mercado para las acciones de la empresa que de otra forma no serían negociables. Ahora bien, dentro de la obligación de recompra de acciones, las empresas pueden constituir el plan de formas muy distintas.

La empresa GREENHECK FAN CORPORATION⁸⁶ fue creada en 1948, si bien su ESOP se instauró en 1989. El ESOP pasó a poseer el 43% de la empresa. En marzo de 1993 se terminó de constituir el ESOP, que cubría a 280 de los 750 trabajadores de la empresa, y que a esta fecha tenía distribuidas el 60% de las acciones compradas por el ESOP.

Cuando los propietarios de GREENHECK crearon el ESOP no pensaron en la obligación de recomprar las acciones a los trabajadores en el momento de su jubilación. Por ello, la empresa tuvo que establecer un

⁸⁶

CHARLE D. SPENCER & ASSOCIATES, "Company describes repurchase liability assessment, strategy, funding", *Employee Benefit Plan Review* V.48, n°2, Aug. 1993, pp. 36-40.

plan que denominó "estrategia de reciclaje", para dotarse de fondos para la recompra de acciones en el momento de finalizar la relación laboral de los trabajadores que participan en el ESOP. Mediante este plan la empresa compraba las acciones de aquellos que extinguían su relación laboral. Paralelamente, la empresa emitía el mismo número de acciones que habían sido recompradas, mediante un acuerdo de suscripción de nuevas acciones, de forma que la estructura de capital no se modificaba.

La empresa GREENHECK estableció el plan "estrategia de reciclaje", si bien existen otras formas de establecer los fondos necesarios para la recompra de las acciones de la empresa. Entre estas formas podemos mencionar las contribuciones de la empresa al ESOP, la oferta pública de acciones, el establecimiento por parte de la empresa de un fondo de capitalización con este fin, o la creación de un seguro para toda la vida de la empresa.

3.5.- ESTRATEGIA DEL ACCIONISTA MAYORITARIO:

Una de las ventajas más importantes que el ESOP proporciona a sus patrocinadores es que pone las acciones, y por tanto el control, en manos de los inversores con mayor poder para el desarrollo a medio y largo plazo de la empresa. W. Jurek⁸⁷ observa esta situación analizando el caso de UNITED AIRLINES, que se ha convertido en el mayor ESOP realizado por el momento en los Estados Unidos.

El ESOP es por tanto un instrumento que permite realizar determinadas maniobras en el marco de la dirección y control empresarial:

- 1) Las acciones dentro del contexto de la delegación de voto.

Esta primera estrategia es estudiada por L.N. Bader y A.H. Jenny⁸⁸ como una de las más

⁸⁷ JUREK, W., "Airlines and employee ownership", *Corporate Growth Report*, n°775, Jan. 3, 1994, p. 7028.

⁸⁸ BADER, L.N. y JENNY, A.H., "The Financial Executive's Guide to ESOPs", *Salomon Brothers*, New York, February 1990.

utilizadas en los ESOPs. J. Mascareñas⁸⁹ por su parte, define la delegación de voto como "un instrumento que permite hacerse con la mayoría de las acciones y, por lo tanto, obtener el control de la empresa"⁹⁰. Analiza además, las distintas estrategias para realizar la delegación, así como las diferentes situaciones en que aparecen las luchas por la delegación de voto.

Dentro de un proceso de delegación de voto, J. Heard y H. Sherman⁹¹ distinguen distintas situaciones en función del tipo de acción de que se trate. Los propietarios de las acciones distribuidas⁹² deben ejercer su derecho al voto más por la estabilidad futura de la empresa que

⁸⁹ MASCAREÑASS PÉREZ-IÑIGO, *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, Mc Graw-Hill, Madrid 1992, pp. 96-99.

⁹⁰ "Una forma de coseguir el control de una sociedad es hacerse con la mayoría de los votos en una Junta General de Accionistas y ello se puede haciéndose con las suficientes delegaciones de voto (proxy)", en MASCAREÑASS PÉREZ-IÑIGO, *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, ..., p. 96.

⁹¹ HEARD, J., AND SHERMAN, H., *Conflicts of Interest in the Proxy System*, Investor Responsibility Research Center, Washington, D.C., 1987.

⁹² Aquellas que están depositadas en las cuentas personales de cada participante al fondo.

por las ganancias que puedan obtener en el contexto de la delegación.

Las acciones no distribuidas⁹³, y por tanto no asignadas a las cuentas de los trabajadores, tienen diversas posibilidades respecto al uso de sus votos⁹⁴:

- * El plan suele inclinarse por repartir los votos de las acciones no asignadas en proporción a los votos de las acciones distribuidas de cada participante.

Sin embargo, el Ministerio de Trabajo de los Estados Unidos, *The Department of Labour*, a través de la norma *SOP 93-6*⁹⁵ ha cuestionado éste procedimiento de reparto de votos, basándose en que el ESOP debe mantener su

⁹³ Las acciones no distribuidas son aquellas que se encuentran en suspenso en una cuenta puente con motivo del préstamo, y que no han sido repartidas entre los participantes.

⁹⁴ ELGIN, P.R., "New accounting rule levels playing field", ..., p. 42.

⁹⁵ *SOP 93-6*, es la norma *Statement of Position 93-6*, dictada por *The Accounting Standards Executive Committee (ASEC)*.

capacidad fiduciaria independiente para poder conseguir los objetivos e intereses de los participantes al plan.

- * El voto de las acciones no distribuidas también puede ser utilizado por los directivos de la empresa para su función de dirección, siempre y cuando no olviden sus obligaciones fiduciarias en favor de los empleados.
- * Estos votos también pueden ser utilizados por un prestamista independiente como puede ser un banco, que participe de alguna manera en el plan del ESOP aconsejado por la gerencia. Este sistema puede evitar los conflictos de intereses para la gerencia, aunque el prestamista independiente no tiene porqué votar como la dirección o los trabajadores quieran. Muchas empresas se han llevado desagradables sorpresas con éstas situaciones.

2) La decisión de aceptar o rechazar una OPA.

Puesto que el ESOP pone en manos de los trabajadores un número importante de acciones, también les está dando la posibilidad de aceptar o rechazar una OPA sobre la empresa patrocinadora, puesto que ostentan una parte importante del control de la misma. M.S. Arkesh y B.I. Cosloy⁹⁶ sugieren que en ésta situación de control, el plan tiene poder para aceptar o rechazar una OPA, siempre y cuando actúe de forma única y sin tener que preguntar a los trabajadores, verdaderos poseedores del control.

Con éste objetivo la mayoría de los planes estipulan la utilización de éste sistema para ejercer el voto de todas las acciones, las distribuidas y las no distribuidas, estando la actuación vigilada por el Ministerio de Trabajo o *Department of Labour (DOL)*⁹⁷.

⁹⁶ AKRESH, M.S., AND COSLOY, B.I., "New math for ESOPs", ..., p. 47.

⁹⁷ ELGIN, P.R., "Accounting change removes advantages of leveraged ESOPs", ..., p. 12.

3) La compra de acciones ordinarias.

La principal obligación de un ESOP es la compra de acciones ordinarias a la empresa garante del fondo, si bien la utilidad de estas acciones es muy variada.

Si entendemos la compra de acciones como un intento para obtener el control de la empresa, la *Ley Delaware Law*⁹⁸ establece la siguiente puntualización remarcada por M.S. Scholes y M.A. Wolfson⁹⁹: "un presunto comprador cuya oferta de fusión, compra u OPA no sea aprobada por el Consejo de Dirección de la empresa debe obtener al menos el 85% de las acciones para eludir el aplazamiento de tres años en llevar a cabo la operación, y sacar a los accionistas minoritarios de la empresa objetivo. Las acciones en poder de la dirección y las pertenecientes a cierto tipo de planes de beneficio de la empresa objetivo, están

⁹⁸ La denominada *Delaware Law* fue dictada por el *Delaware Chancery Court* en 1989, para proteger a las empresas con ESOP de posibles ataques con OPAs hostiles.

⁹⁹ SCHOLES, M.S., AND WOLFSON, M.A., "Employee stock ownership plans and corporate restructuring: Myths and realities", in *The Battle for Corporate Control*, edited by A.W. Sametz, Salomon Brothers, N.Y. 1991, p. 488.

excluidas de la determinación del 85% de posesión". Esta ley supone un obstáculo para el lanzamiento de una OPA sobre empresas que tengan un ESOP.

S.D. Garben¹⁰⁰ analiza por qué las acciones pertenecientes al ESOP que se utilicen para una oferta de adquisición, se consideran acciones ordinarias a menos que el Ministerio de Trabajo o DOL impida éste traspaso. De ésta forma, los participantes en un ESOP que posean el 16% de las acciones de éste tipo de empresas, pueden bloquear una fusión o adquisición que no haya sido aprobada por el Consejo de Dirección.

4) La compra de acciones de nueva creación.

Una empresa que esté preocupada con la estabilidad de sus accionistas puede crear un ESOP, o utilizar el ya existente, para comprar acciones ordinarias

¹⁰⁰ GARBEN, S.D., "Using the litigation club in fair value enforcement", *Mergers and Acquisitions* V.28, n°5, Mar./Apr. 1994, p. 32.

o de nueva creación¹⁰¹ y poner más votos y, por tanto, más poder en manos de los trabajadores.

Esta táctica se utiliza más para resistirse al recuento legal de acciones en lo que se refiere a hacer frente a las obligaciones fiduciarias del ESOP respecto a los participantes y los propietarios, que como respuesta a un intento de control.

El precio pagado por las acciones ordinarias de nueva creación debe representar, según M. Walsh¹⁰², la inversión del fondo de forma prudente. Para R.S. Socol y G.K. Brown¹⁰³ deberá pagarse por las acciones su valor facial o nominal, no pagando ninguna prima a las partes interesadas.

¹⁰¹ RENTON, N., "Employee share schemes: A mixed blessing", ..., p. 19.

¹⁰² WALSH, M., "Doctors with stakes", *Forbes* V.154, n°8, Oct. 10, 1994, p. 76.

¹⁰³ SOCOL, R.S., AND BROWN, G.K., "The Kroy decision: ESOP advisers must do their homework", ..., p. 30.

3.6.- VENTA DEL NEGOCIO A LOS EMPLEADOS:

El ESOP es uno de los vehículos más cómodos para la venta de parte o totalidad de la empresa o de una unidad operativa a un grupo de empleados, pudiéndose realizar de la siguiente manera¹⁰⁴:

- 1) Los trabajadores establecen una nueva empresa y un ESOP garantizado por ésta. El ESOP, que será apalancado, pide dinero prestado y con él compra acciones de la nueva empresa.
- 2) La nueva empresa de los empleados utiliza el dinero recibido del ESOP por la venta de las acciones para la comprar los activos de la empresa matriz o de la unidad operativa.
Respecto a la compra-venta de activos de la empresa matriz o unidad operativa de la empresa por parte del ESOP, N.J. Fiore¹⁰⁵ sintetiza la

¹⁰⁴ LAMMERS, T., "Exit capital: The perfect buyers", ..., p. 49.

¹⁰⁵ FIORE, N.J., "Prohibited transaction was self-corrected, since it would have placed ESOP in worse financial condition", *Tax Adviser* V.25, n°1, Jan. 1994, pp. 56-57.

prohibición expresa del *IRS Section 4975* por la que el propietario de la empresa no puede vender al ESOP activos que estén hipotecados o arrendados a terceros. Respecto a las denominadas "transacciones prohibidas" existe además la obligación de deshacer la operación, con un aumento de las tasas a pagar por la compra-venta a medida que pasa el tiempo y no se corrige la transacción.

- 3) Alternativamente a la operación anterior, si las normas fiscales lo permiten y hacen preferible, la nueva empresa de los trabajadores puede comprar acciones de la empresa matriz en vez de comprar activos.
- 4) Puede suceder que la unidad operativa esté constituida como empresa independiente, y por tanto puede establecer ella misma el ESOP. En estas circunstancias los trabajadores no tienen que constituir una nueva empresa. El ESOP puede entonces pedir dinero prestado y comprar las acciones de la unidad operativa a la antigua

empresa.

En cualquiera de los casos, el préstamo al ESOP se reembolsa con las contribuciones dinerarias anuales de la empresa al ESOP. La nueva empresa puede garantizar el préstamo, normalmente con la garantía de la venta de la empresa. Esta forma de utilizar el ESOP permite obtener menores costes en los préstamos debido a las deducciones del 50% de los intereses para el prestamista, si cumple las condiciones marcadas por la ley. Así mismo, proporciona deducciones a la nueva empresa por el principal y los intereses pagados a través del ESOP, como analiza R. Glesson¹⁰⁶. Estas deducciones sólo pueden llevarse a cabo si la empresa es rentable y obtiene beneficios.

Existe por otra parte, el problema de incluir las contribuciones al ESOP dentro del paquete de ventajas de la operación, pero no de la misma manera que en aquellas empresas que no pertenecen al 100% a

¹⁰⁶ GLESSON, R., "Employee share plans: On or off?", *Australian Accountant* V.63, n°11, Dec. 1993, p. 43.

los empleados, y en las que pueden existir conflictos de intereses con los demás propietarios. Para T. Lammers¹⁰⁷ el problema aparece cuando las contribuciones al ESOP son excesivas para lo que la empresa puede pagar, i.e., no más del 25% del total de los salarios, lo cual puede hacer que la operación no sea viable. Con éste motivo se puede exigir a los empleados que recorten sus pagas y que acepten las asignaciones del ESOP como una parte de las ventajas totales de la operación.

E. Grove¹⁰⁸ y B.P. Sunoo¹⁰⁹, ponen un ejemplo de recorte de salarios por necesitar el ESOP más fondos de los que puede proporcionar la empresa con las contribuciones anuales: en el caso de UNITED AIRLINES¹¹⁰, los pilotos recortaron sus salarios un

¹⁰⁷ LAMMERS, T., "Exit capital: The perfect buyers", ..., p. 50.

¹⁰⁸ GLOVE, E., "UAL agrees to sell a majority stake to its pilots and machinists", *Corporate Growth Report* (weekly), n°775, Jan. 3, 1994, p. 7021.

¹⁰⁹ SUNOO, B.P., "1994 Personnel Journal 100: Employee ownership flies", *Personnel Journal* V.73, n°12, Dec. 1994, p. 62.

¹¹⁰ LABICH, K., "Will United fly?", *Fortune* V.130, n°4, (Aug. 22, 1994), pp. 70-78.

15,7% a lo largo de seis años, mientras que los maquinistas y otros empleados redujeron sus pagas un 10% en el mismo periodo. Cada tramo de trabajadores reduce sus salarios en función de sus posibilidades, pero siempre de forma consensuada, incluso a través de un sindicato.

Otro ejemplo de empresa que han instaurado un ESOP con la finalidad de continuidad, vendiendo el negocio a los trabajadores es la GENERAL GROWTH COS.¹¹¹ una empresa de la construcción situada en la localidad de Des Moines, Iowa, que instauró un ESOP en 1991. La empresa pertenecía a los hermanos M. y E. Bucksbaum, que con la operación cedieron a los trabajadores el 55% de la empresa a través del ESOP. Unos 600 trabajadores participan en el plan, que pidió un préstamo al FIRST BANK OF MINNEAPOLIS para la compra de las acciones de la empresa, préstamo que fue devuelto con las contribuciones de la empresa al ESOP.

¹¹¹ LEBHAR-FRIEDMAN INC., "ESOP's fabulous employees buy into General Growth Division", *Chain Store Age Executive* V.68, n°11, Section2, Nov. 1992, pp.42-44.

3.7.- LEVERAGED BUY-OUT.

El término LBO fue acuñado por Michael C. Jensen para designar con él toda la operación de compra con apalancamiento financiero¹¹². P. Milgrom y J. Roberts¹¹³ definen el apalancamiento financiero como la utilización de financiación a través de deuda para incrementar los recursos disponibles de una empresa. La compra con apalancamiento financiero¹¹⁴ será entonces, en palabras de J. Mascareñas¹¹⁵ y L.T. Diez de Castro¹¹⁶, "la compra de las acciones de una empresa cuando los recursos para financiarla provienen basicamente de préstamos que son deuda para la empresa".

¹¹² JENSEN, M.C., "LBOs and reemergence of institutional monitoring of managers", in *Leveraged Management Buyouts*, edited by Yakov Amihud, Dow Jones-Irwin, New York 1989, pp. 263-268.

¹¹³ MILGROM, P., AND ROBERTS, J., *Economía, Gestión y Organización en la Empresa*, ..., p. 704.

¹¹⁴ MASCAREÑAS, J., *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, ..., Capítulo 7, pp. 137-176.

¹¹⁵ MASCAREÑAS PERÉZ-IÑIGO, J., "La compra con apalancamiento", *Actualidad Financiera* n° 13, 27 Marzo - 2 Abril de 1989, pp. 919-948.

¹¹⁶ DIEZ DE CASTRO, L.T., y MASCAREÑAS PERÉZ-IÑIGO, J., "El debate sobre el apalancamiento financiero", *Análisis Financiero* n°48, Julio 1989, pp. 5-12.

Los estudios realizados por S. Chang¹¹⁷ indican que una de las finalidades más extendidas de los ESOPs es su utilización como medio para obtener un leveraged buy-out, teniendo siempre en cuenta ciertas modificaciones sobre el proceso seguido en los apartados anteriores. En éste caso, la nueva empresa es creada por un grupo de inversores, entre los que pueden estar los directivos de la propia empresa, otros directivos venidos de fuera, e incluso, los propios trabajadores.

El nombre de la operación depende de cual sea el grupo adquiriente de las acciones¹¹⁸. Cuando la compra apalancada la realiza un grupo de ejecutivos que se endeudan para adquirir una empresa a la que no pertenecen, la operación se denomina *Management Buy-In (MBI)*. Si los ejecutivos ya forman parte de los órganos de control de la empresa objetivo, estamos hablando de un *Management Buy-Out (MBO)*. Si son los trabajadores de

¹¹⁷ CHANG, S., "Employee Stock Ownership Plans and Shareholders Wealth: An empirical Investigation", *Journal of The Financial Management Association*, Spring 1990, pp. 48-58.

¹¹⁸ MASCAREÑAS, J., *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, ... pp. 407-444.

la empresa los que contraen la deuda para la compra de una parte o de la totalidad de su empresa, se está realizando un *Employee Buy-Out (EBO)* o un *Leveraged Employee Buy-Out (LEBO)*.

Sea cual sea el grupo adquiriente de las acciones, todos ellos necesitan obtener fondos para la compra de la empresa. Las diversas fuentes de las que la empresa puede recibir fondos son las siguientes¹¹⁹:

- * El grupo de inversores contribuye con ciertas cantidades de dinero para la adquisición de acciones, que supone un porcentaje del 5%-10% sobre el total del precio de compra.
- * El ESOP establecido por la nueva empresa pide dinero prestado a una tercera parte y compra acciones por un porcentaje superior al que correspondería con dinero pagado por el grupo inversor. Se trata entonces de un ESOP apalancado.

¹¹⁹

GRUNDFEST, J.A., "Management buyouts and leveraged buyouts: Are the critics right?", in *Leveraged Management Buyouts*, edited by Yakov Amihud, Dow Jones-Irwin, New York 1989, pp. 217-240.

- * La nueva empresa también pide dinero prestado por sí misma. De ésta forma la nueva empresa compra la antigua empresa. El préstamo al ESOP se devuelve con las contribuciones de la nueva empresa.

Utilizando un ESOP apalancado como miembro del grupo comprador en una operación de *LBO*, R.N. Macris¹²⁰ indica como se consigue que el pago de la deuda a la institución financiera prestamista se realice con un dinero exento de impuestos, por lo que el coste de la operación es sustancialmente inferior para los participantes en el ESOP, reduciéndose la proporción de capital de los demás miembros del grupo comprador.

Sobre la utilización de los ESOPs en los procesos de *buyout* existe una fuerte controversia debido a las dificultades para distribuir el Capital Social de la nueva empresa entre el grupo de

¹²⁰ MACRIS, R.N., "Leveraged buyouts: Federal Income Tax considerations", in *Leveraged Management Buyouts*, edited by Yakov Amihud, Dow Jones-Irwin, New York 1989, pp. 186-187.

compradores-inversores y el ESOP. La legislación existente establece razonablemente la posición de los distintos propietarios, si bien es muy difícil comparar las contribuciones realizadas por el grupo inversor que suele ser capital con riesgo, es decir, para realizar inversiones con riesgo, con el ESOP que solamente pide un préstamo con la garantía de las ganancias futuras de la empresa y las ventajas fiscales derivadas de la operación.

Por otra parte, el grupo de inversores consigue acciones a un precio inferior a lo que lo hace el ESOP, normalmente sujeto a ciertas restricciones como la limitación al derecho de recibir dividendos o de vender las acciones. Para J.L. Bicksler y A.H. Chen¹²¹ el grupo inversor se sitúa sin embargo, en una posición mucho más arriesgada que el ESOP, aunque los beneficios que obtendrán a largo plazo son superiores si la empresa va bien.

¹²¹ BICKSER, J.L., AND CHEN, A.H., "The economics of corporate restructuring: an overview", in *The Battle for Corporate Control*, Edited by A.W. Sametz, Salomon Brothers, N.Y. 1991, pp. 387-389.

Una alternativa a la utilización de un ESOP apalancado para la creación de un LBO, es la utilización de un ESOP no apalancado, que además, proporciona a la empresa ciertas ventajas según comentan J.R. Gates y D.E. Reid¹²². Para evitar la asignación de acciones en la emisión, y para entregar a la empresa, y no al ESOP, los beneficios derivados de la apreciación de mercado de las acciones, el apalancamiento financiero debe realizarse entera o parcialmente a través de la nueva empresa y no del ESOP.

En estos acuerdos, todo el préstamo lo concede inicialmente la empresa. D. Shakelford¹²³ añade que para que la operación sea rentable la empresa debe devolver el préstamo a lo largo de los años y simultáneamente, contribuir con acciones al ESOP no apalancado en una cantidad igual a su primera devolución de principal con la que obtengan

¹²² GATES, J.R., AND REID, D.E., "How one firm's ESOP builds bridges overseas", *Financial Executive* V.10, n°4, Jul./Aug. 1994, p. 27.

¹²³ SHAKELFORD, D., "The market for tax benefits: evidence from leveraged ESOPs", *Journal of Accounting and Economics* n°14, 1991, pp. 117-145.

deducciones.

Es importante como en los casos anteriores, que la empresa obtenga los suficientes beneficios como para utilizar las ventajas y deducciones fiscales que proporciona el ESOP.

Además de los requisitos ya analizados para utilizar un ESOP, existen algunos concretos cuando la operación de privatización se realiza a través de un *LBO*:

- * El ESOP debe tener suficiente dinero para satisfacer el derecho de los trabajadores del plan a diversificar su cartera.
- * El ESOP debe tener suficientes fondos para realizar las contribuciones en dinero y no con títulos.
- * La empresa debe tener suficiente efectivo para pagar al contado las exigencias de diversificación necesarias para el equilibrio de los trabajadores.

- * La empresa también debe tener fondos para hacer frente a las opciones de venta (*put options*¹²⁴) de acciones por parte de los empleados.

Un caso conocido de ESOP como LBO lo protagonizó la empresa SCOTT & FETZER CO.¹²⁵. La participación en el ESOP de esta empresa se realizó a través de varios LBOs. Se trató de un proceso vigilado por el DOL, que se preguntaba si de ésta forma el ESOP estaría pagando más de lo que le correspondía por las acciones, que si las comprara directamente a la empresa. Además, el DOL tenía indicios de que se había pactado el precio de compra de las acciones, dejando a parte el precio de las acciones en el mercado en el momento de la transacción, así como el precio que normalmente se toma como referencia que es su valor facial.

¹²⁴ MANO, R.M., AND DEPPE, E.D., "The ESOP fable: Employee beware!", ..., p. 46.

¹²⁵ GARBER, S.D., "Using the litigation club in fair value enforcement", ..., p. 32.

3.8 - OTRAS FINALIDADES.

Las finalidades que se han desarrollado no son las únicas aunque sí las más importantes para la empresa desde el punto de vista de su financiación. No debe olvidarse que la importancia de éste instrumento radica en la posibilidad de combinar sus distintas finalidades, incluidas las que se van a mencionar someramente a continuación.

* **como medio para diversificar actividades.**

Para P. Gaughan¹²⁶, los ESOP son un medio de reestructuración empresarial y, por tanto, entre otras cosas, permiten llevar a cabo una diversificación en las actividades de la empresa y del propietario: una vez que el propietario de la empresa ha vendido todo o parte de sus acciones al fondo y, por tanto a sus participantes, podrá invertir la liquidez obtenida en una cartera diversificada y rentable.

¹²⁶

GAUGHAN, P., *Mergers and Acquisitions*, ..., p. 471-472.

* como medio para salvar empresas en quiebra:

Casos como los de la NORTHWEST AIRLINES¹²⁷ o la TRANS WORLD AIRLINES¹²⁸ demuestran que la creación de un ESOP puede salvar a una empresa de la quiebra. Los trabajadores invierten en la compra de las acciones el dinero de su futura pensión, con lo que consiguen levantar la empresa sin necesidad de utilizar sus ahorros, sólo pidiendo un préstamo con la garantía de la propia empresa.

* como medio para aumentar el Capital Social de la empresa:

El ESOP es un medio eficiente para aumentar el Capital Social de la empresa puesto que pueden realizarse aportaciones dinerarias adicionales al fondo, que posteriormente pasarán a la empresa en forma de capital.

* como defensa anti-OPA:

Los ESOPs nacieron con una doble finalidad: como

¹²⁷ FLINT, P., "Employee ownership is no panacea", *Air Transport World* V.30, n°10, Oct. 1993, p. 27.

¹²⁸ CHILTON CO. INC, "TWA re-enters the flying game", *Distribution* V.92, n°9, Sep. 1993, p. 18.

fuerza alternativa de financiación, y como elemento defensivo anti-OPA. En un estudio realizado por S.A. Lee¹²⁹ se indica que menos del 5% de todos los ESOPs, se realizan con éste motivo. Mediante la instauración de un ESOP, o mediante su uso si éste ya existe, se consigue que sean los trabajadores de la empresa los que adquieran las acciones a través de fondo del ESOP, concentrando en sus manos los votos necesarios, y no en manos de la empresa que realiza la OPA.

S.D. Garber¹³⁰ analiza en caso SHAMROCK HOLDINGS V. POLAROID en el que la empresa POLAROID estableció un ESOP para defenderse de una OPA hostil realizada el 17 de Marzo de 1989.

* como sustituto o como ayuda en la compra de empresas privadas:

Puesto que se trata de una fuente de financiación alternativa a las tradicionales en el caso de fusiones y adquisiciones de empresas, el ESOP se

¹²⁹ LEE, S.A., "ESOP is a powerful tool to align employees with corporate goals", ..., p. 40.

¹³⁰ S.D. GARBER, "Using the litigation club in fair value enforcement", ..., p. 32.

convierte en una importante ayuda financiera sino sustituto, a la hora de comprar empresas privadas¹³¹.

* como medio para privatizar empresas públicas:

Con la compra de acciones por parte de los trabajadores se puede privatizar empresas de todo tipo, incluidas empresas públicas. Normalmente se les ofrece acciones a los trabajadores a través del ESOP a unos precios más atractivos que si comprasen en el mercado, teniendo la posibilidad de futuras compras a precios también interesantes. Para C. Harris¹³², éste tipo de operaciones conlleva problemas de tipo cultural y social, sobre todo problemas con los sindicatos, si bien las ventajas son mayores que los inconvenientes, como ocurrió en el caso NATIONAL BUS COMPANY en el Reino Unido en 1985.

¹³¹ ARGLIGH, P.D., "The use of employee stock ownership plans in acquisitions, divestitures and buyouts", in *Handbook of Mergers, Acquisitions and Buyouts*, S.J. Lee & R.D. Colmas, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliff, N.Y., 1981, pp. 337-358.

¹³² HARRIS, C., "What does privatisation mean to employees? A study of two water PLCs", *Management Research News: MRN* V.17, n°7,8,9, 1994, pp. 126-128.

4.- LOS PRÉSTAMOS EN LOS ESOP.

Una vez analizadas las distintas finalidades de éste instrumento, y la posibilidad de combinarlas, recordemos la definición dada por J.C. Szabo¹: "los planes de accionariado obrero o ESOP, son principalmente un plan de pensiones que pide dinero prestado para poder financiar la compra de acciones del empresario o de la empresa patrocinadora, convirtiendo a los trabajadores en propietarios".

Históricamente, los ESOPs se han visto favorecidos por numerosas ventajas e incentivos fiscales, que empujaban a las empresas a poner sus acciones en manos de los trabajadores. Los esfuerzos

¹

SZABO, J.C., "Giving workers a company stake", *Nation's Business* V.82, n°6, Jun. 1994, p. 54.

del Senador Russell Long² de Luisiana, USA, han dado como fruto normas que proporcionan ventajas e incentivos para el uso de los ESOPs no sólo a los trabajadores, sino también a los accionistas existentes antes de realizar la operación, y a las entidades prestamistas de fondos al ESOP. Desde 1974 con la publicación del Acta *ERISA*, la promoción de los trabajadores a la propiedad de las empresas se ha convertido en un asunto de política nacional, como indica J.W. Berka³.

M. Keeling, Director de la Asociación de ESOPs (*ESOP Association*) analiza la situación actual, recogida por S.A. Lee⁴: "El Congreso y el Senado de los Estados Unidos, dictó leyes el año 1993, con objeto de ampliar el número de empresas, y por tanto de trabajadores, que puedan impulsar un ESOP". De éstas

² Russell Long es Senador de los Estados Unidos por Luisiana. Ver, MANO, R.M., AND DEPPE, E.D., "The ESOP fable: Employees beware!", *Compensation and Benefits Review* V.26, n°6, Nov./Dec. 1994, p. 45.

³ BERKA, J.W., "Winning with ESOPs is no fable", *Life Association News* V.89, n°4, Apr. 1994, p. 91.

⁴ LEE, S.A., "ESOP is a powerful tool to align employees with corporate goals", *Pension World* V.30, n°4, Apr. 1994, p. 40.

palabras se deduce que la administración Clinton es partidaria de éste tipo de participación de los trabajadores en la empresa, fomentando esta política con diversas medidas⁵ como más tarde se analizará. Por otra parte, no se trata de un instrumento de política nacional sólo en los Estados Unidos sino que se ha incorporado a otras políticas nacionales⁶ de carácter internacional.

Aunque los ESOPs han sido favorecidos con exenciones y ventajas fiscales, éstas han variado a lo largo de los años. La primera norma que respalda los ESOPs es *The Employee Retirement Income Security Act (ERISA)*, publicada en 1974 y *The Internal Revenue Code (IRC)*. Esta Norma, ampliamente estudiada por R.M. Mano y E D. Deppe⁷, es precisamente la que permite a los ESOPs pedir dinero prestado para la adquisición de acciones de la empresa de los trabajadores, i.e.,

⁵ CROCKETT, B.L., "Using compensation to court commitment", *Chief Executive*, n°88, Sep. 1993, p. 59.

⁶ THOMPSON, J.K., "Promotion of employee ownership through public policy: The Brithish example", *Journal of Economic Issues* V.23, n°3, Sep. 1993, pp. 825-847.

⁷ MANO, R.M., AND DEPPE, E.D., "The ESOP fable: Employees beware!", *Compensation and Benefits Review* V.26, n°6, Nov./Dec. 1994, pp. 44-48.

empresa garante del fondo, proporcionando asimismo otras ventajas.

En 1984 "*The Tax Act*" estableció mejoras considerables. Sin embargo, muchas de ellas fueron eliminadas con "*The Tax Reform Act*" en 1986, si bien en ésta fecha no se eliminó la exclusión del 50% de los intereses obtenidos con el préstamo al ESOP, ni la posibilidad de deducción de los intereses pagados por los prestatarios del préstamo al mismo. Los prestamistas o entidad prestataria pueden deducirse de la base imponible para el pago de impuestos, el 50% de las ganancias por intereses recibidos del préstamo utilizado para financiar la adquisición de las acciones del empresario o de la empresa por parte del ESOP.

Los prestamistas o entidad prestataria suelen estar protegidos por la garantía de los prestatarios a indemnizarlos ante cualquier cambio en la normativa de exclusiones. Con la capacidad que tienen los préstamos a los ESOPs de convertirse en acciones, la inversión ofrece liquidez, así como protección frente a los impuestos sobre las ganancias obtenidas.

Esta Norma y algunas de sus ventajas e incentivos fiscales, fueron reformados con "*The Omnibus Budget Reconciliation Act*" (OBRA) en 1989. Con la Norma OBRA se eliminó el privilegio de excluir el 50% de las ganancias por intereses de los préstamos al ESOP por "bancos, compañías de seguros y cualquier otra empresa o entidad prestamista", si bien se establecieron ciertas excepciones permitidas por *The Internal Revenue Code Section 1042 (IRC)*, y estudiadas por R.W. Willens⁸:

- 1) Los préstamos concedidos a un ESOP que posea más del 50% de cada tipo de acciones con derecho a voto, o el 50% del valor total de las acciones, por un periodo no superior a los 15 años, siempre y cuando la concesión de los préstamos fuera anterior al 10 de Julio de 1989, fecha en que se aprobó la Norma OBRA. A los concedidos con posterioridad a ésta fecha, se les exige que no posean más del 30% de dichas acciones.

⁸

WILLENS, R.W., "ESOPs provide unique tax benefits", *Journal of Accountancy* V.177, n°6, Jun. 1994, p. 28.

- 2) Los préstamos que se han adaptado a la Norma para pedir un crédito y utilizarlo en la compra de las acciones que los antiguos propietarios poseían al 10 de Julio de 1989.
- 3) Ciertos préstamos posteriores a la Norma OBRA que están protegidos durante un cierto periodo de tiempo: aquéllos que mantienen acuerdos ventajosos, aquéllos en los que existe un compromiso de compra anterior a la Norma OBRA, cuando existe refinanciación o aquellos préstamos con un periodo superior a los siete años.
- 4) Cuando el plan proporciona plenos derechos de voto a las acciones que están asignadas a las cuentas de los trabajadores, i.e., acciones ya distribuidas.

Además de los préstamos que se pueden conceder a las dos partes integrantes de la operación, empresa o empresario y ESOP, también pueden existir préstamos a los participantes del ESOP. Estos préstamos

están exentos de las restricciones en contra de la enajenación y son posibles para todos los participantes y beneficiarios del plan sobre unas bases razonables y cuando cumplen una serie de requisitos⁹, como los de seguridad o los razonables tipos de interés. No vamos a analizar la estructura de éste tipo de préstamos.

El capítulo intenta hacer un análisis de todos aquellos puntos relacionados con los préstamos concedidos a los ESOP por una tercera parte. Se estudiarán los posibles prestamistas, los prestamistas cualificados y la legislación que los respalda. Es importante el análisis financiero de la empresa que va a perder el préstamo y posteriormente prestarlo al ESOP, o bien permite al ESOP pedir cierto tipo de préstamos por sí mismo, así como las condiciones de dicho préstamo y la forma de llevarlo a cabo. Se estudia también, la estructura del préstamo y los términos del mismo, acompañando el estudio con cuadros explicativos.

⁹

La legislación sobre los préstamos a los participantes del ESOP queda recogida en:

* *ERISA Section 206(d)(2), 407(b)(1).*

* *IRC Section 401(a)(13), 4975(d)(1).*

4.1.- PRESTAMISTAS CUALIFICADOS.

Según lo establecido por la Norma *The Internal Revenue Code (IRC) Sección 133(Y)* y hasta la aprobación de la Norma *The Omnibus Budget Reconciliation Act (OBRA)* el 10 de Julio de 1989, la gran mayoría de los prestamistas podían desgravar fiscalmente el 50% de los intereses recibidos por los préstamos concedidos al ESOP para la compra de acciones de la empresa garante del fondo¹⁰. A partir de ésta fecha los prestamistas sólo podrán realizar la deducción del 50% de las ganancias por intereses en contadas ocasiones y como una excepción a la regla general. Entre ambas fechas, distintas normas fueron modificando el privilegio de deducción del 50% de los intereses hasta la situación actual.

La Norma *The Tax Reform Act* en 1986 eliminó con ciertas excepciones las deducciones de los

¹⁰ FEINBERG, P., "ESOP boom draws legislative attention, market doubts", *Corporate Cashflow Magazine* n°10, August 1989, pp. 50-52.

prestamistas por ingresos de intereses (el 50% de exclusión), hasta tal punto que estos modificaron el tipo de inversiones y empezaron a comprar bonos y títulos del Tesoro libres de impuestos. Las instituciones económicas también perdieron sus deducciones, lo que fue muy significativo para estas instituciones que tuvieron que volver a la situación normal de pago fiscal, puesto que agotaban las pérdidas. Además, las sumas de dinero que se les permitía añadir a las reservas con motivo de las pérdidas, fueron reducidas del 40% al 8% de la renta imputable.

El *National Center for Employee Ownership*¹¹ analiza como el Congreso de los Estados Unidos con la Norma OBRA 1989 reduce el privilegio de exclusión, permitiendo dicho privilegio cuando los ESOPs poseen al menos el 50% de las acciones de la empresa y la empresa proporciona a los participantes del plan todos los derechos de voto sobre las acciones que están en su poder, como ya se ha indicado. A los prestamistas o

¹¹ National Center for Employee Ownership, *The Employee Ownership Report* 9, n° 6, 1989, p. 1.

entidades prestatarias que gozan del privilegio de exclusión se les denomina prestamistas cualificados, y pueden ser los siguientes según el IRC Sec. 133:

- * los bancos comerciales;
- * instituciones económicas;
- * empresas de seguros;
- * instituciones de inversión colectiva;
- * empresas cuya actividad principal es el préstamo de dinero, por ejemplo, las empresas financieras o las empresas de préstamos hipotecarios¹².

Con la Norma OBRA 1989, las principales compañías de seguros de los Estados Unidos como son

¹²

Sobre el mercado hipotecario, veáse: DIAZ FRAILE, J.M., *La libre circulación de capitales y su incidencia en el crédito hipotecario: la CEE y otras comunidades internacionales*, Ed. Colegio de la Propiedad y Mercantiles de España, Centro de Estudios Registrales, Madrid 1993.

PRUDENTIAL, AETNA o JOHN HANCOCK, se convierten en prestamistas en el mercado de los ESOPs, mercado que había sido hasta éste momento casi exclusivo de la banca comercial¹³. Para L. Koco¹⁴ una de las principales ventajas competitivas de las compañías de seguros es que pueden ofrecer un tipo de interés fijo en sus préstamos, mientras que los bancos hasta este momento sólo habían ofrecido tipos de interés variables o flotantes.

Respecto a las empresas cuya actividad principal es el préstamo de dinero, suelen fracasar a la hora de clasificarse como empresas con el 50% de exclusión, a no ser que de forma continua y regular presten dinero al público para que lo utilice con un propósito distinto a la financiación de la compra de su propia compañía o de alguna tercera parte relacionada con ellos. Además, aquellas empresas en las que la mayoría de los préstamos son préstamos a los ESOPs, no

¹³ FEINBERG, P., "Insurance companies add fixed-rate money to ESOP lending", *Corporate Cashflow Magazine* V.10, Jan. 1989, pp. 10-12.

¹⁴ KOCO, L., "Fortis niche markets VUL to ESOPs", *National Underwriter (Life/Health/Financial Services)*, V.97, n°33, Aug. 16, 1993, p. 7.

se las considera fiscalmente privilegiadas.

Para J.W. Berka¹⁵ un hecho importante sobre el 50% de exclusión de intereses, es la capacidad de los prestamistas cualificados de excluirlas de los pagos fiscales sin tener en cuenta si existen pérdidas por la deducción de intereses. Dentro del conjunto de todos los posibles prestamistas, los bancos y las instituciones económicas encontraban hasta 1989 el 50% de exclusión particularmente atractivo, como consecuencia de la escasez de alternativas de inversión fiscalmente favorables existentes en ese momento.

4. 2.- ANÁLISIS FINANCIERO.

El atractivo de la exclusión del 50% de los intereses para un posible prestamista o para un prestamista cualificado, depende de los rendimientos después de impuestos del préstamo al ESOP comparado con

¹⁵

BERKA, J.W., "Winning with ESOPs is no fable", ..., p. 91.

los rendimientos obtenidos en otras inversiones alternativas. A continuación se analizan distintas alternativas de inversión en función de sus diferentes imposiciones fiscales, a través de la siguiente tabla, y siempre considerando que los préstamos y prestamistas están en condiciones de excepción a la norma general de prohibición de exención del 50% de las ganancias por intereses, dictadas por la Norma OBRA en 1989 y mantenidas hasta hoy¹⁶. Se analizará por tanto, el caso de los prestamistas cualificados en las diferentes circunstancias.

En la tabla 1 se compara la inversión en préstamos al ESOP frente a los siguientes instrumentos de inversión:

- * Bonos del Tesoro fiscalmente exentos.
- * Inversiones fiscalmente normales, i.e., cualquier tipo de inversión que paga la totalidad de los impuestos.

¹⁶

BADER, L.N., CHAMBLISS, R.E. y HURIHAN, J.A., "The Investor's Guide to ESOP Loans", *Salomon Brothers*, Marzo 1989, p. 2.

- * Dividendos repartidos sobre las acciones en poder del ESOP.

Para analizar los efectos de los distintos instrumentos de inversión y sus consecuencias fiscales, se asumen las siguientes premisas estipuladas por la Norma OBRA 1989, que se han mantenido hasta hoy practicamente sin cambios:

- * Impuesto sobre los beneficios de las sociedades del 34%.
- * 50% de exclusión de los beneficios por intereses del ESOP.
- * Hasta un 70% de exclusión de los beneficios por dividendos, si estos cumplen una serie de condiciones estipuladas por el IRC Sec. 1042 y analizadas por P.R. Elgin¹⁷.

¹⁷ ELGIN, P.R., "Accounting change removes advantages of leverages ESOPs", *Corporate Cashflow* V.15, n°4, Apr. 1994, pp. 12-14.
SCHOLES, M.S., AND WOLFSON, M.A., "Employee stock ownership plans and corporate restructuring: myths and realities", *The Battle for Corporate Control*, edited by

- * M.S. Scholes y M.A. Wolfson¹⁸ indican como premisa que se incluya en los cálculos el 15% de exclusión de los intereses de las garantías añadidas en las aseguradoras de propiedad y accidentes.

Bajo las anteriores premisas se puede realizar el siguiente análisis, considerando que en la tabla 1 se distinguen dos grandes grupos de prestamistas cualificados: las empresas aseguradoras de propiedad y accidentes, y el resto de los prestamistas cualificados. En dicha tabla se estudian las rentabilidades de la operación bajo dos puntos de vista distintos para los tres instrumentos de inversión a analizar, comparados con el préstamo al ESOP: en primer lugar, el múltiplo de la tasa de interés del préstamo al ESOP requerida en la inversión alternativa y, en segundo lugar, el múltiplo del tipo de interés de la inversión alternativa requerido en el préstamo al ESOP.

A.W. Sametz, Salomon Brothers, N.Y., 1991, pp. 502-508.

¹⁸ SCHOLES, M.S., AND WOLFSON, M.A., "Employee stock ownership plans and corporate restructuring: myths and realities", ...p. 513.

Para los posibles prestamistas que no son empresas aseguradoras de propiedad y accidentes, la tabla 1 muestra como los rendimientos fiscales equivalentes de los ESOPs, los rendimientos equivalentes de los dividendos y los rendimientos equivalentes de los títulos del Tesoro son, respectivamente, 1,258, 0,924 y 0,83 veces los tipos del ESOP.

En función de lo indicado en el cuadro, un prestamista que invierte en activos fiscalmente normales (sin exención fiscal) y, por tanto, paga la totalidad de los impuestos que le corresponden, necesitará unos rendimientos antes de impuestos de 1,258 veces los rendimientos antes de impuestos del préstamo al ESOP, para conseguir los mismos rendimientos después de impuestos que proporciona el préstamo al ESOP.

TABLA 1: FACTORES DE PRODUCCIÓN DE LOS ESOP¹⁹.

	Prestamistas cualificados. /Aseguradores de Aseguradores distintos a propiedad y propiedad y accidentes.	propiedad y accidentes.
<hr/>		
(1) Rendimientos después de impuestos sobre \$1.00 de interés en un préstamo al ESOP.	\$0,830	0,805
<hr/>		
<u>Múltiplo de la tasa de interés del préstamo al ESOP requerida en una inversión alternativa.</u>		
(2) Activos imponibles	1.258	1.219
(3) Dividendos	0.924	0.933
(4) Títulos del Tesoro	0.830	0.848
<hr/>		
<u>Múltiplo del tipo de interés de la inversión alternativa requerido en el préstamo al ESOP.</u>		
(5) Activos imponibles	0.795	0.820
(6) Dividendos	1.082	1.072
(7) Títulos del Tesoro	1.205	1.180
<hr/>		

¹⁹

Fuente: BADER, L.N., CHAMBLISS, R.E., AND HOURIHAN, J.A., "The Investor's...", ..., p. 2, y elaboración propia.

Pongamos un ejemplo para ilustrar lo que se acaba de explicar, referido a la generalidad de los prestamistas cualificados que no son aseguradoras de propiedad y accidentes: si invertimos el 10% del capital disponible en un préstamo al ESOP, éste dinero proporciona el mismo rendimiento después de impuestos que la inversión del 12,58% de dicho capital en un activo imponible o fiscalmente normal, por lo que es más rentable la inversión en el ESOP. Sin embargo, si invertimos el 9,24% del dinero en obtener dividendos ó el 8,30% en títulos del Tesoro, dichas inversiones proporcionan el mismo rendimiento después de impuestos que el 10% del dinero invertido en un préstamo al ESOP, de forma que a simple vista, y sin otro tipo de consideraciones, son más rentables cualquiera de las dos inversiones alternativas.

Analicemos ahora los datos de la tabla 1 desde otro punto de vista: ¿que tipo de interés ha de tener la inversión alternativa para que su rendimiento sea equivalente a la inversión en el préstamo al ESOP?. En términos de rendimientos equivalentes al préstamo al ESOP, se ve que los activos normalmente imponibles

proporcionan el mismo rendimiento después de impuestos que un préstamo al ESOP que tenga un tipo de interés de 0,795 veces el tipo de interés de los activos imponibles; de ésta forma, se pueden igualar el 10% de los rendimientos de activos imponibles con el 7,95% del tipo de interés del préstamo al ESOP.

Se puede realizar el mismo análisis con las otras dos posibles inversiones: los dividendos y la inversión en títulos del Tesoro proporcionan el mismo rendimiento después de impuestos que un préstamo al ESOP que tenga un tipo de interés 1,082 y 1,205 veces los tipos de interés de las inversiones alternativas en dividendos y títulos del Tesoro respectivamente. Es decir, se puede igualar el 10% de rendimiento en los dividendos con el 10,82% del tipo de interés del préstamo al ESOP, y el 10% de rendimiento en los títulos del Tesoro con el 12,05% del tipo de interés del préstamo al ESOP.

Otro ejemplo relativo a la generalidad de prestamistas que no sean empresas aseguradoras de propiedad o accidentes: un dólar de ganancia en un

préstamo al ESOP proporciona un rendimiento de 83 centavos después de impuestos, como consecuencia de que a la mitad de las ganancias (exclusión del 50% de las ganancias) se les aplica el 34% de impuestos sobre los beneficios de sociedades (Impuesto sobre Sociedades). 1,258 dólares de beneficios obtenidos en la inversión en activos que pagan todos los impuestos, sometidos al 34%, proporcionan los mismos 83 centavos de rendimiento después de impuestos. 92,4 centavos de dividendos²⁰, de los cuales el 30% está sujeto al 34% de impuestos, proporciona también 83 centavos de rendimientos después de impuestos. Respecto a la inversión en títulos del Tesoro, los 83 centavos de rendimiento de la inversión se pueden igualar al rendimiento obtenido por la inversión en el préstamo al ESOP.

Para las empresas aseguradoras de propiedad y accidentes, los cálculos reflejan la reducción de sus pérdidas deducibles por el 15% de sus rentas por inversiones exentas de impuestos. Un dólar de ganancia en un ESOP proporciona un rendimiento después de

²⁰

Las ganancias por dividendos tiene una exclusión para el pago de impuestos de hasta el 70%.

impuestos de 80,5 centavos. Esos mismos 80,5 centavos de rendimientos los proporcionan 1,219 dólares de beneficios por la inversión en activos fiscalmente imponibles, 93,3 centavos de beneficios por dividendos, ó 84,8 centavos de beneficios por la inversión de un dólar en títulos del Tesoro.

La fórmula general para determinar los rendimientos fiscalmente equivalentes al préstamo de un ESOP es la siguiente:

RENDIMIENTO FISCALMENTE EQUIVALENTE =

$$\frac{\text{RENDIMIENTO DEL ESOP} * (100\% - 50\% * \text{TIPO IMPOSITIVO})}{(100\% - \text{TIPO IMPOSITIVO})}$$

De los datos de la tabla 1 se deduce por tanto, que bajo estos supuestos y sin considerar otros aspectos, el préstamo al ESOP es una inversión más rentable en términos monetarios que la inversión en activos imponibles, es decir, fiscalmente normales, pero menos rentable que la imposición e inversión en títulos del Tesoro o el reparto de esos fondos en dividendos.

Estos datos deben tomarse sólo como una guía de orientación, ya que están sometidos a variaciones impositivas derivadas de las distintas comparaciones que pueden realizar las diferentes empresas, así como a las circunstancias impositivas y legales del momento. Algunas empresas, por ejemplo, no están sometidas al 34% del impuesto sobre la renta de sociedades, ya sea por haber obtenido pérdidas, por la existencia de otros impuestos locales o estatales, o bien, por cualquier otra circunstancia.

4.3.- LOS PRÉSTAMOS AL ESOP.

W.J. Quinlan y M.M. Harris²¹, definen los préstamos al ESOP como aquéllos que se conceden al plan²², tanto por parte de un prestamista como de la empresa patrocinadora, para la adquisición de acciones de la empresa garante del plan por parte del trabajador. La razón²³ para prestar dinero al fondo del ESOP o plan para la compra de acciones es principalmente la obtención ventajas fiscales siempre que se cumplan ciertos requisitos: exclusión del 50% de los ingresos por intereses en el pago del impuesto sobre sociedades, obtención de mejores líneas de créditos, etc.

A demás de las ventajas fiscales que reciben tanto los participantes en el ESOP como los prestamistas del mismo, éste instrumento también se

²¹ QUINLAN, W.J. Jr, AND HARRIS, M.M., "SEC Section 16 regulations and comploancee by qualified employee benefit plans", *Benefits Quarterly* V.10, n°3, Third Quarter 1994, p. 61.

²² Lo que en éste trabajo se considera "plan del ESOP", es denominado por algunos autores "trust".

²³ GLEESON, R., "Employee share plans: on or off?", *Australian Accountant* V.63, n°11, Dec. 1993, p. 43.

utiliza como un importante medio de cobertura financiera, sirviendo para variados propósitos²⁴ como indican M.S. Arkresh y B.I. Cosloy²⁵, alguno de ellos ya analizados²⁶, como aumentar los fondos para la expansión, como plan de pensiones, proporcionando mercado para las acciones del antiguo propietario o empresario, permitiendo establecer un plan de recompra de acciones, permite vender la empresa a los trabajadores, es una estrategia del accionista mayoritario, permitiendo financiar una parte importante del *leveraged buyout*, etc.

Un resumen breve del proceso que sigue un ESOP y su préstamo es el siguiente: supongamos que un empresario quiere utilizar un ESOP para aumentar capital o para proporcionar mercado a las acciones del propietario que se quiere retirar. El ESOP puede pedir dinero a un prestamista y utilizar esos fondos para

²⁴ CHAMBER OF COMMERCE OF THE UNITED STATES, "Is your firm an ESOP candidate?", *Nation's Business* V.82, n°6, Jun. 1994, p. 55.

²⁵ AKRESH, M.S., AND COSLOY, B.I., "New math for ESOPs", *Financial Executive* V.10, n°3, May/Jun. 1994, pp. 45-48.

²⁶ Ver capítulo 3: "Finalidades de los ESOP".

comprar las acciones del empresario o del propietario. En estas operaciones, las acciones no se asignan y distribuyen directamente, sino que se encuentran en una cuenta en suspenso y sirven de respaldo al préstamo del ESOP, es decir, las acciones se utilizan como garantía²⁷.

Posteriormente, el ESOP devuelve el principal y los intereses del préstamo con las contribuciones que de forma anual realiza la empresa, así como con las ganancias de las inversiones realizadas con las acciones no distribuidas, e incluso también, con las ganancias de las acciones distribuidas, siempre que se cumplan las especificaciones marcadas por la ley²⁸. A medida que se devuelve el préstamo, las acciones que se hallaban depositadas en la cuenta suspenso van siendo liberadas y distribuidas entre las cuentas de los participantes al ESOP.

²⁷ MORALES GUTIÉRREZ, A.C., "Las E.S.O.P. americanas y las empresas de trabajo asociado españolas", *Revista de Fomento Social*, nº169, Madrid, enero-marzo 1988.

²⁸ LAMMERS, T., "Exit capital: the perfect buyers", *Inc.* V.16, nº2, Feb. 1994, p. 49.

Es importante mencionar que las devoluciones del préstamo deben estar estipuladas en un programa que refleje por una parte, la valoración que tiene la empresa o empresario de sus rendimientos futuros y, por lo tanto, de su principal fuente de ingresos, valoración que se puede realizar por variados métodos, algunos de ellos estudiados por R.F. Reilly²⁹, en los cuales no se va a hacer hincapié por la extensión e importancia de su contenido.

Por otra parte, el programa deberá reflejar también el montante de las nóminas que la empresa habrá de pagar a los trabajadores participantes en el plan, el porcentaje de las nóminas con el que se va a contribuir al ESOP³⁰ que no podrán ser superiores al 25% del total de las nóminas³¹, los dividendos que proporcionan las acciones en poder del ESOP, así como el tipo de interés al que las acciones deben ser

²⁹ REILLY, R.F., "Performing ESOP valuations that meet tough tests", *Mergers and Acquisitions* V.28, n°5, Mar./Apr. 1994, pp. 27-34.

³⁰ BERKA, J.W., "Winning with ESOPs is no fable", ..., p. 90.

³¹ SHELLY, D.F.Jr, "ESOPs in the 1990s", *American Printer* V.221, n°5, Aug. 1993, p. 61.

asignadas a los participantes.

Estos préstamos deben tener una serie de características concretas comentadas por J. Kaplan³² para que sean préstamos al ESOP, términos del préstamo que se exponen a continuación:

- * La empresa patrocinadora tiene que establecer acuerdos y pactos respecto del dinero procedente de las contribuciones o del préstamo al ESOP, de los privilegios fiscales que puedan obtener tanto el ESOP como los patrocinadores, y de la conformidad de las provisiones legalmente aplicables a los préstamos al ESOP.

- * La autoridad competente, que suele ser un consejo, determinará que préstamos tienen el privilegio del 50% de exclusión, como excepción a la prohibición establecida por la Norma OBRA 89, convirtiéndose dichos prestamistas en cualificados.

³²

KAPLAN, J., "Legal considerations for ESOP loans", *Commercial Lending Review*, n°4, Winter 1986-87, p. 20.

- * Normalmente, el prestamista suele indicar y mostrar que puede ser elegido para el privilegio de exclusión. Se suele pedir éste requisito cuando el préstamo se va a vender o traspasar a otro posible prestamista cualificado.
- * Normalmente, la empresa patrocinadora está de acuerdo en compensar a los prestamistas o empresa prestamista, si sucede cualquier cambio adverso en las leyes que afecten al 50% de exclusión.
- * Si los prestamistas cualificados conceden dinero directamente al ESOP, la empresa patrocinadora establecerá algún tipo de pacto para realizar de forma periódica contribuciones al ESOP que sean suficientes para pagar el servicio de la deuda, así como acuerdos para garantizar las obligaciones adquiridas por el ESOP. Además, el préstamo debe estar asegurado y respaldado con la garantía de las acciones adquiridas con dicho dinero.
- * A diferencia de la mayoría de los préstamos a las empresas, los préstamos a los ESOPs se auto-

amortizan, en vez de esperar a que se cumplan los vencimientos. Este procedimiento proporciona por una parte tranquilidad y por otra, la correcta asignación y distribución de las acciones a los participantes del ESOP.

Además de los términos en que debe estar expresado el préstamo, para poder acceder a todas las ventajas fiduciarias³³, los préstamos al ESOP, también llamados préstamos para la adquisición de acciones, deben cumplir los siguientes requisitos³⁴:

- * Los fondos procedentes del préstamo tienen que utilizarse en la compra de "acciones de los prestamistas cualificados"³⁵ o para devolver

³³ Los requisitos y ventajas fiduciarias están legislados por *ERISA Section 404*.

³⁴ ANON, "Banking on ESOP Loans", *Inc. V.7*, n°3, March 1985, p. 128.

³⁵ En términos generales, las "acciones de los prestamistas cualificados", también denominados "posibles prestamistas", son las acciones de empresas que cotizan en el mercado o Bolsa de Valores. Aquellas empresas que no cotizan en el mercado, también pueden utilizar éste término, pero sus acciones tienen reglas especiales. Además de acciones ordinarias también se pueden utilizar acciones preferentes.

préstamos anteriores que se utilizaron en la compra de acciones después del 23 de Mayo de 1984.

- * Los términos del préstamo deben ser al menos tan favorables al ESOP con respecto a los tipos de interés³⁶, programas de amortizaciones o seguridad, como los términos de un préstamo similar que se negocie entre partes independientes.
- * El prestamista o la entidad prestataria no puede presentar recurso contra los activos del ESOP desde el momento en que estos han sido puestos como garantía, como tampoco puede presentar recurso contra las contribuciones de la empresa o empresario que se utilizan para cumplir con las obligaciones del préstamo y los beneficios obtenidos de esas contribuciones, que también se

³⁶

La evidencia sugiere que los préstamos a los ESOP tienen un tipo de interés de entre el 80% y el 90% de los tipos de interés de los préstamos a cualquier otra entidad. Ver, SHAKELFORD, D., "The market for tax benefits: evidence from ESOPs", *Journal of Accounting and Economics* n°14, 1991, pp. 117-145.

han puesto como garantía³⁷. La garantía está limitada a las acciones de la empresa o empresario que se han adquirido con los fondos procedentes del préstamo o aquellas que han sido adquiridas con un préstamo anterior que se ha ido refinanciando.

- * Los pagos que realiza el ESOP en concepto de principal e intereses por el préstamo, no pueden ser superiores a la suma de las contribuciones que realiza la empresa para cumplir las obligaciones del préstamo más las ganancias obtenidas por el fondo.

Para poder cumplir todas estas restricciones que proporcionan seguridad a los ESOP y permiten la devolución del préstamo, la legislación suele exigir la garantía y el respaldo de la empresa patrocinadora.

³⁷

FORBES, D., "The controversial ESOP pension", *Dun's Business Month*, March 1989, pp. 40-41.

4.3.1.- Tipos de Préstamos al ESOP.

Una vez analizadas las características que han de tener los préstamos al ESOP de forma general, se analizarán las distintas formas en que se instrumentalizan dichos préstamos. Existen tres tipos de préstamos respecto a los ESOPs: préstamos a los ESOPs apalancados, préstamos de asignación inmediata, y préstamos respaldados. Estas tres estructuras y se analizan a continuación acompañando las explicaciones con gráficos ilustrativos³⁸.

1) Préstamos a los ESOPs apalancados.

También se denominan préstamos directos de una tercera parte. Este tipo de préstamos relaciona una empresa que no está apalancada con un ESOP que sí está apalancado. El préstamo lo recibe directamente el ESOP, sin pasar por la empresa.

A diferencia de los préstamos de asignación inmediata, en los que el préstamo no puede ser

³⁸

MARTIN, D.D., "How small business can gain advantages from ESOPs", *National Public Accountant* V.39, n°2, Febr. 1994, pp. 22-34.

superior al montante de un año de contribuciones de la empresa, los cuales se verán más adelante, los préstamos a los ESOPs apalancados tienen la posibilidad de pedir dinero prestado para la adquisición de acciones por un montante mayor que las contribuciones de un ejercicio y por un periodo superior al año, préstamo que será devuelto con las contribuciones de la empresa a lo largo de bastantes años.

El proceso que siguen estos préstamos es el siguiente: cuando el ESOP apalancado pide dinero prestado y compra acciones de la empresa, éstas pasan a una cuenta denominada "cuenta en suspenso". Cada año, a medida que la empresa realiza las contribuciones en dinero al ESOP, se sacan acciones de la cuenta en suspenso por un valor igual a las contribuciones realizadas por la empresa, y se distribuyen y colocan dichas acciones en las cuentas de los participantes al fondo³⁹.

³⁹ GARBBER, S.D., "Using the litigation club in fair value enforcement", *Mergers & Acquisitions* V.28, n°5, Mar./Apr. 1994, p. 32.

Las contribuciones se utilizan entonces para devolver el préstamo. La empresa⁴⁰ podrá deducirse hasta un 25% de las contribuciones realizadas al ESOP. Asimismo, la empresa también puede deducirse los pagos de intereses con que contribuye al ESOP para que éste pague los intereses del préstamo. Cualquier dividendo pagado sobre las acciones distribuidas o no distribuidas, se puede utilizar para la devolución del préstamo, siendo dichos dividendos fiscalmente deducibles para la empresa⁴¹.

Un ESOP apalancado es un instrumento con ventajas fiscales⁴², debido a que la empresa puede deducirse las devoluciones de principal del préstamo al ESOP, así como cualquier otro pago que se utilice para la devolución del préstamo. Una ventaja adicional con la que cuentan los ESOPs

⁴⁰ En el caso de un ESOP no apalancado, la empresa también podrá deducirse hasta un 25% de las contribuciones realizadas al ESOP.

⁴¹ ELGIN, P.R., "New accounting rule levels playing field", *Pension World* V.30, n°4, Apr. 1994, p. 42.

⁴² Anon, "Bank seek to sell ownership to ESOP", *Pension & Investment Age* V.12, n°23, Nov. 1984, p. 71.

respecto a otros tipos de planes, es la posibilidad de excluir el 50% de los intereses del préstamo y la deducción de cierto tipo de dividendos. A pesar de estas ventajas fiscales el prestamista habrá de prestar atención a ciertos aspectos⁴³ de la empresa antes de dejar el dinero al ESOP, por ejemplo, si existe una futura continuidad en la empresa ó si la empresa generará suficientes beneficios en el futuro como para devolver el préstamo.

Es difícil decidir cuando una empresa debe utilizar un préstamo a un ESOP apalancado frente a las otras alternativas, si bien debe recordarse la principal ventaja de éste tipo de préstamo: los términos de un préstamo a un ESOP apalancado, pueden extenderse tantos años como la empresa necesite para colocar todas las acciones en las cuentas de los trabajadores.

Los préstamos a los ESOPs apalancados o préstamos

⁴³ Anon, "Banks can be ESOP lenders or trustess, not both", *Employee Benefit Plan Review* V. 38, n°8, Feb. 1984, p. 20-21.

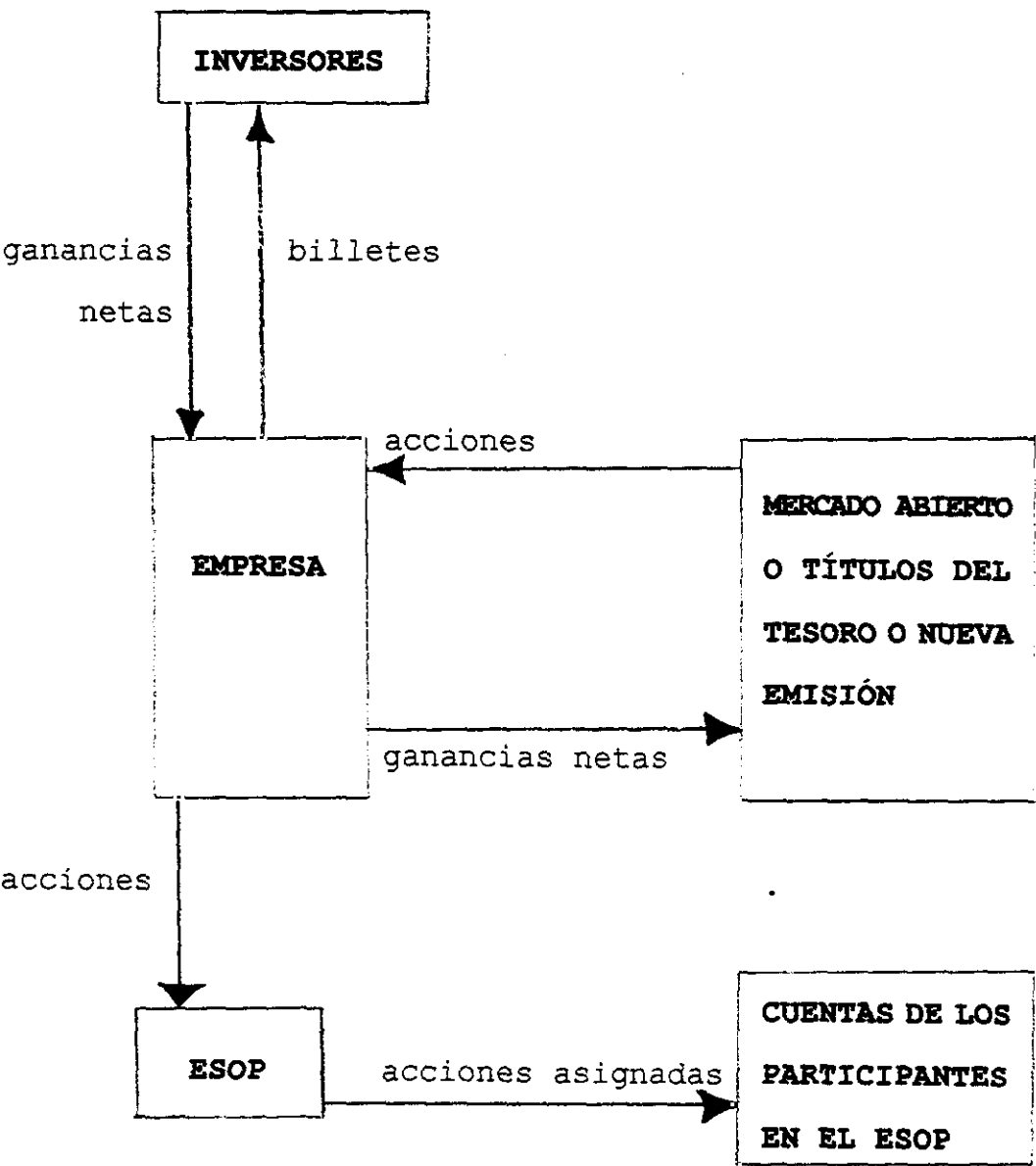
directos de una tercera parte, se realizan entre una empresa no apalancada y un ESOP apalancado como se muestra a continuación. El gráfico 1⁴⁴ muestra claramente como es el ESOP el que pide prestado dinero directamente a una tercera parte, inversor o prestamista, y utiliza los fondos obtenidos para comprar acciones directamente del mercado, o bien a la empresa.

El montante del préstamo pedido por el ESOP y con el que se compran las acciones, será por el valor de las contribuciones que se tendrán que realizar en los años futuros, tanto si se obtienen las acciones directamente del mercado como si se compran a la empresa.

El préstamo que se ha concedido al ESOP debe estar garantizado por la empresa patrocinadora tanto en la devolución del principal como en el pago de los intereses.

S ⁴⁴ Fuente gráfico 2: BADER, L.N., ..., *The Investor's* ..., p. 3, y elaboración propia.

GRÁFICO 1: EMPRESA APALANCADA - ESOP NO APALANCADO.



-

Las devoluciones del principal del préstamo suelen realizarse con las contribuciones que de forma anual realiza la empresa al ESOP, y que normalmente están respaldadas con la garantía de la empresa patrocinadora, mediante un acuerdo contractual. Los dividendos obtenidos sobre las acciones en poder del ESOP se pueden utilizar para cumplir con el servicio de la deuda del pago de intereses, o bien se paga ese dinero en efectivo a los participantes, o se reinvierte en sus cuentas del ESOP.

2) Los préstamos de asignación inmediata.

Se utiliza este tipo de financiación cuando el ESOP es no apalancado y la empresa si está apalancada puesto que es la que pide y recibe el préstamo. La característica principal de los préstamos de asignación inmediata es que el máximo montante que se concede a la empresa es por el valor de un año de contribuciones que ésta debe pagar al ESOP.

Los préstamos de asignación inmediata concedidos a la empresa garante son otro tipo de préstamos para la adquisición de acciones que permite la excepción a la prohibición de exclusión del 50% de las ganancias por intereses al prestamista⁴⁵. En éste caso se permite la exclusión hasta un máximo de siete años, incluidos los periodos de refinanciación del préstamo. Para obtener la excepción a la norma general *OBRA 1989* y *IRC Sec. 133*, los préstamos deben cumplir dos condiciones principales⁴⁶:

- * Dentro de los treinta días siguientes a la recepción del dinero del préstamo, la empresa o empresario deben realizar las contribuciones en acciones al ESOP por un valor igual al montante recibido con el préstamo; y
- * Las acciones recibidas de la empresa o

⁴⁵ RENTON, N., "Employee share schemes: A mixed blessing", *IAP Review* V.47, nº1, Australia, 1994, p. 20.

⁴⁶ KAPLAN, J., "How to lend to ESOP borrowers", *Commercial Lending Review* V.8, nº4, Fall 1993, p. 22.

empresario por el ESOP en concepto de contribuciones, deben ser asignadas a las cuentas de los participantes del ESOP dentro del año siguiente a la fecha de obtención del préstamo.

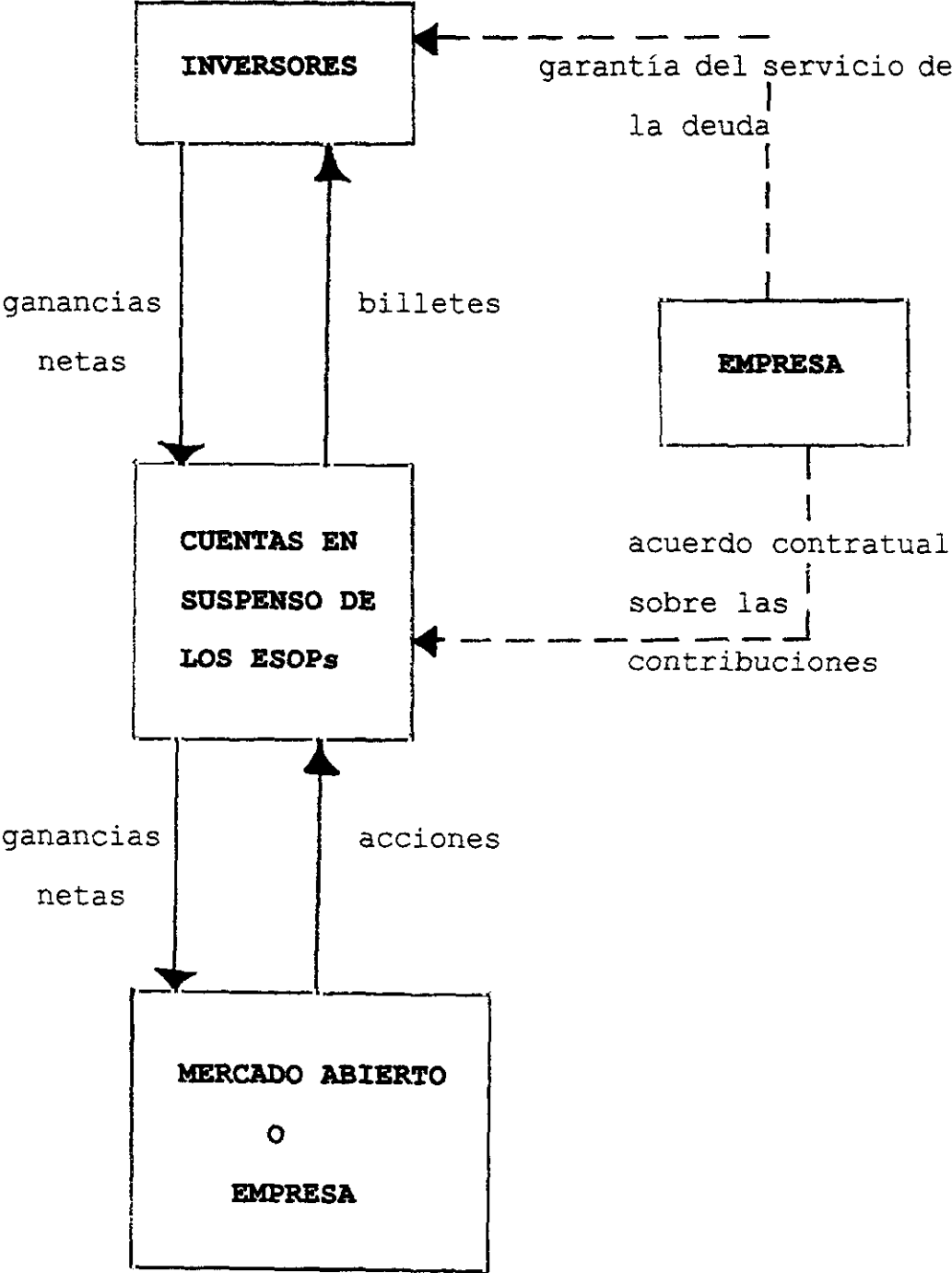
Además de ésta ventaja, en el estudio realizado por M.S. Scholes y M.A. Wolfson⁴⁷ se indica que los préstamos de asignación inmediata proporcionan la oportunidad de "arbitrar" los impuestos cuando concurren determinadas circunstancias, entendiendo por arbitrar, determinar mediante la elección de la inversión el tipo impositivo que se está dispuesto a pagar en un préstamo.

La estructura del préstamo de asignación inmediata se muestra en el gráfico 2⁴⁸.

⁴⁷ SCHOLES, M.S., AND WOLFSON, M.A., "Employee stock ownership plans and corporate restructuring: myths and realities", ..., pp.499-500.

⁴⁸ Fuente gráfico 1: BADER, L.N., ..., *The Investor's...*, p. 3., y elaboración propia.

GRÁFICO 2: EMPRESA NO APALANCADA- ESOP APALANCADO.



En el grafico 2 se detalla el proceso seguido para realizar un préstamo de asignación inmediata, comenzando éste cuando la empresa pide el dinero prestado a una tercera parte, inversor o entidad prestamista. Las empresas pueden utilizar estos préstamos de asignación inmediata para financiar las contribuciones, de forma que contribuyen al ESOP con títulos del Tesoro, acciones de nueva emisión o acciones compradas directamente del mercado, dentro del año correspondiente en que se ha pedido el préstamo.

El préstamo tiene como excepción el privilegio de exclusión del 50% de los intereses cuando ha sido concedido por un periodo superior a los siete años⁴⁹, a pesar de que las acciones tienen que ser asignadas a las cuentas de los participantes de forma anual y dentro del año correspondiente, como ya se ha indicado.

Una vez que las acciones han sido compradas por la

⁴⁹

Según la Norma OBRA 1989.

empresa y están en poder del ESOP porque han sido traspasadas, éstas tendrán que ser asignadas a las cuentas de los participantes al plan dentro del año en que dichas acciones han sido traspasadas al ESOP.

En los años siguientes a la concesión del préstamo de asignación inmediata, la empresa cumplirá con el servicio de la deuda en la forma habitual y pagará los dividendos que correspondan sobre las acciones que estén en poder del ESOP. Además, la empresa deberá obtener préstamos de asignación inmediata durante el resto de los años para financiar nuevas contribuciones al ESOP, continuando con el apalancamiento de la empresa y no del ESOP.

Las ventajas de éstos préstamos respecto a los primeros analizados son las siguientes⁵⁰:

* Respecto a la duración de los préstamos, la

⁵⁰

BAKER, D., AND JUHL, P., "Grabbing ESOP dollars", *Corporate Cashflow Magazine* V.9, Oct. 1988, pp. 60-63.

duración máxima de estos préstamos es de siete años; sin embargo, se pueden utilizar como préstamos renovables en los que el principal se devuelve al vencimiento. Por ello, aunque los préstamos al ESOP apalancado son de duración superior, cada año la empresa puede pedir otro préstamo de asignación inmediata para financiar las contribuciones de ese año al ESOP.

- * Otra ventaja de los préstamos de asignación inmediata frente a los préstamos al ESOP apalancado, es que si el precio de las acciones aumenta con el tiempo, los préstamos de asignación inmediata proporcionan mayores beneficios por deducciones fiscales para un mismo coste de las acciones depositadas en el ESOP⁵¹.
La razón para ésta diferencia en los beneficios está en que en los préstamos a los ESOPs apalancados las deducciones

⁵¹

HARRISON, J.S., "Stock-based compensation rules to change under FASB's new ED", *Texas Banking* V.82, n°11, Nov. 1993, p. 15.

fiscales están basadas en el valor de las acciones en el momento en que son compradas, mientras que en los préstamos de asignación inmediata las deducciones se basan en el precio que tienen las acciones en el momento en que son asignadas a las cuentas de los participantes. En función de ésta ventaja, y dependiendo de la duración y del volumen del ESOP, el valor actual neto de los beneficios fiscales puede ser mayor con un préstamo de asignación inmediata que con un préstamo al ESOP apalancado.

Los préstamos de asignación inmediata benefician a la empresa que es garante de un ESOP no apalancado si la empresa utiliza el endeudamiento para financiar cualquiera de sus actividades. En lugar de un préstamo convencional, la empresa puede realizar una asignación inmediata del préstamo en relación con las contribuciones y beneficiarse de un tipo de interés inferior en un préstamo fiscalmente favorecido.

3) Préstamo respaldado.

Los préstamos respaldados o *back-to-back loans*, son muy similares a los préstamos al ESOP apalancado, si bien en éste caso se concede el dinero a la empresa garante del fondo, y ésta a su vez presta los fondos al ESOP a cambio de un pagaré por el importe del préstamo. Se trata por tanto de la combinación de los dos préstamos analizados previamente. Trabajamos en éste caso con una empresa y un ESOP apalancados.

Dentro de la estructura de los préstamos respaldados existen dos tipos distintos de préstamos: el préstamo que concede la entidad prestamista a la empresa se denomina "préstamo externo", denominándose "préstamo interno" al que la empresa concede al ESOP. Cuando los términos de los préstamos interno y externo son muy similares, se denomina al acuerdo "*mirror loan*" o "préstamo espejo" precisamente por la similitud de los términos⁵².

⁵²

WILLENS, R.W., "ESOPs provide unique tax benefits", ..., p. 28.

Este tipo de financiación permite a una tercera parte o prestamista negociar sólo con la empresa o empresario en vez de negociar con ambos, la empresa o empresario como garante y el ESOP como responsable fiduciario, de forma que es más fácil actuar en interés de los participantes al plan.

En un préstamo respaldado, el dinero que recibe la empresa garante del plan debe cumplir cualquiera de los dos requisitos siguientes para que obtenga el privilegio de exclusión del 50% de los intereses⁵³, dentro de las limitaciones y prohibiciones establecidas por la Norma OBRA 89:

- * Los préstamos que la entidad prestataria o el prestamista realizan a la empresa garante y los de la empresa patrocinadora y garante al ESOP, deben establecerse bajo términos muy similares⁵⁴, en cuyo caso es posible la

⁵³ CHAPLINSKY, S., AND NIEHAUS, G., "Tax advantages of ESOP financing", *Benefits Quarterly* n°7, Third Quarter 1991, pp. 26-30.

⁵⁴ Las regulaciones de la Norma IRS establecen que un préstamo puede ser a tipo de interés fijo, mientras que el otro puede ser a tipo de interés variable, siempre y cuando los tipos iniciales se establezcan con la

exclusión por los términos del préstamo externo, es decir, el del prestamista a la empresa garante, así como las refinanciaciones hasta siete años desde la fecha de concesión del préstamo; o,

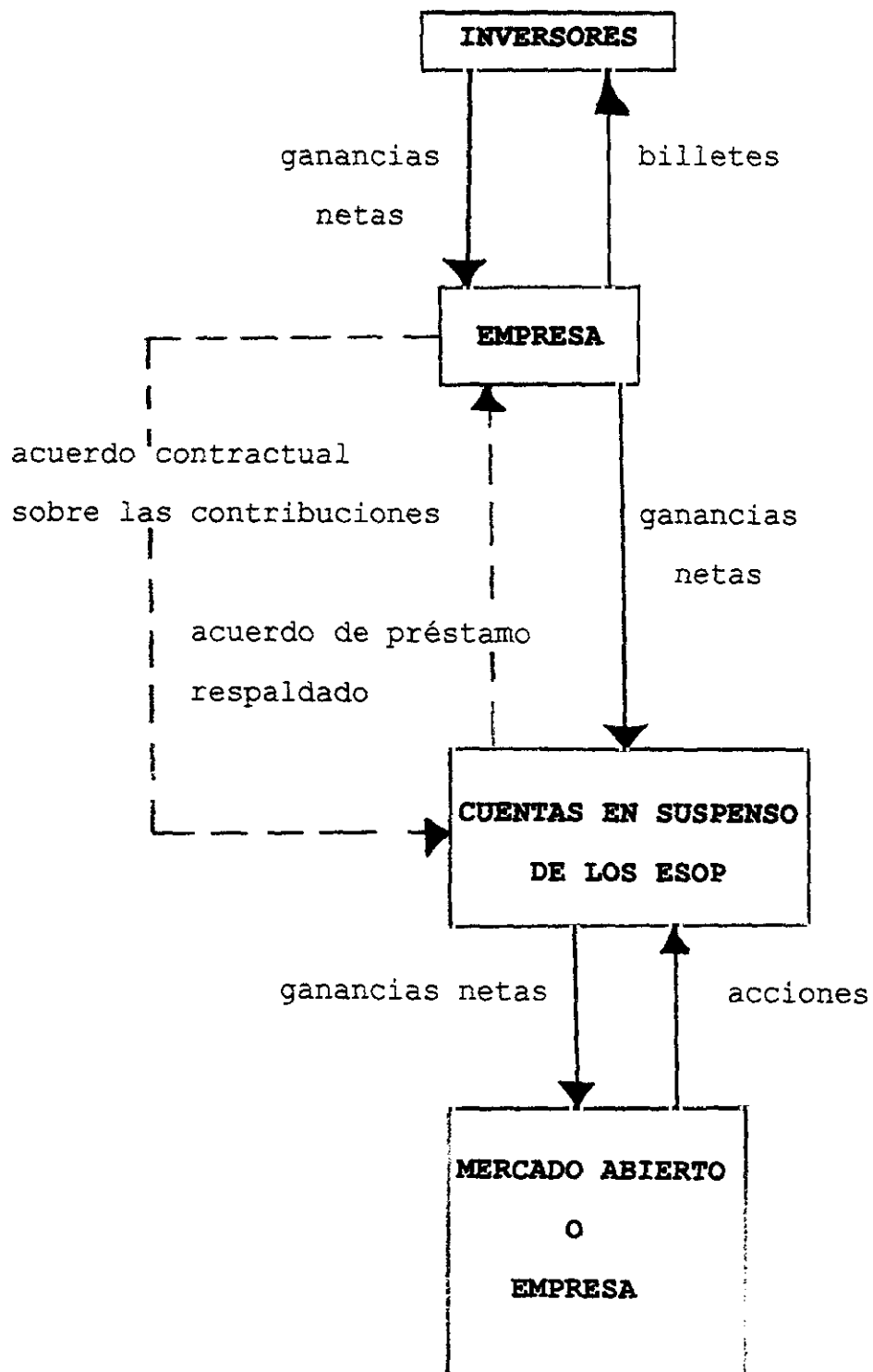
- * El préstamo interno se devuelve con la misma rapidez que el préstamo externo, en cuyo caso se permite la excepción a la prohibición de exclusión por los primeros siete años del préstamo de la entidad prestamista.

Para analizar el proceso que sigue un préstamo respaldado, sea o no un préstamo de espejo, utilizamos el gráfico 3⁵⁵.

relación apropiada variable-fijo en el período correspondiente. Por ejemplo, si una empresa pide prestado a tipo variable con ajustes semestrales y presta ese dinero al ESOP a tipo fijo por diez años, los tipos de interés iniciales deben mantener una relación similar a la relación de los tipos de interés a seis meses y diez años de los activos del Tesoro (obligaciones).

⁵⁵ Fuente gráfico 3: BADER, L.N., ..., *The Investor's ...*, p. 4, y elaboración propia.

GRÁFICO 3: EMPRESA APALANCADA-ESOP APALANCADO.



El dinero prestado por la empresa al ESOP mediante el préstamo interno, permite al ESOP adquirir un número de acciones igual a las contribuciones futuras de la empresa, acciones que se mantienen en una cuenta en suspenso hasta la devolución del principal, tanto si se adquieren directamente del mercado como si proceden de la empresa.

Podemos ver en el gráfico 3 como el ESOP realiza las devoluciones del principal del préstamo en el mismo sentido que la empresa devuelve la parte de su préstamo a la entidad prestamista o inversor. La empresa utiliza las devoluciones de principal del préstamo que ha concedido al ESOP para el pago del servicio del préstamo que le ha sido, a su vez, concedido por el prestamista.

Si los dos préstamos, que legalmente son préstamos distintos, tienen implícitamente términos muy similares y se convierten en un préstamo de espejo, se permite el privilegio del 50% de exclusión de la ganancia por intereses para los términos del préstamo original de la empresa con

el prestamista o inversor, pero no se concede éste privilegio a aquellos préstamos que han sido refinanciados por un período superior a siete años desde el momento de la concesión del préstamo original.

Si los préstamos no tiene términos muy similares, el préstamo de la empresa al ESOP debe devolverse al menos con la misma rapidez con que se devuelva el préstamo al inversor o prestamista a la empresa, situación en la que el privilegio de exclusión del 50% de las ganancias por intereses de préstamos está limitado a siete años como excepción, comenzando con el día de la concesión del préstamo, incluso si éste fue concedido por un período superior.

La empresa al prestar el dinero al ESOP realiza también un acuerdo contractual sobre las contribuciones que debe realizar en el futuro, a la vez que el ESOP realiza un acuerdo de préstamo respaldado con la empresa que le concede el dinero.

-

Los préstamos respaldados son los que normalmente suelen preferir los prestamistas, puesto que permiten eliminar el riesgo que aparece al ser prestatario de un ESOP bajo las normas del Acta *ERISA*, limitando los posibles problemas fiduciarios, así como minimizando los problemas ante un traspaso fraudulento del dinero.

5.- COMO SE REALIZA UN ESOP.

Una vez vistos algunos de los elementos más importantes en el desarrollo de los ESOPs, veamos la manera en que el ESOP han ido tomado la forma de plan de contribución establecida, llamado también simplemente plan de contribución para los empleados. Recordemos que la característica principal es que en estos planes no se especifica la cantidad a recibir con la jubilación, sino sólo las cantidades a ir contribuyendo al plan, de forma que los participantes recibirán en la jubilación aquello que se encuentre depositado en sus cuentas¹.

¹ CONTE, M.A., AND KRUSE, D., "ESOPs and Profit-Sharing Plans: do they link employee pay to company performance?", *Financial Management*, winter 1991, pp. 91-100.

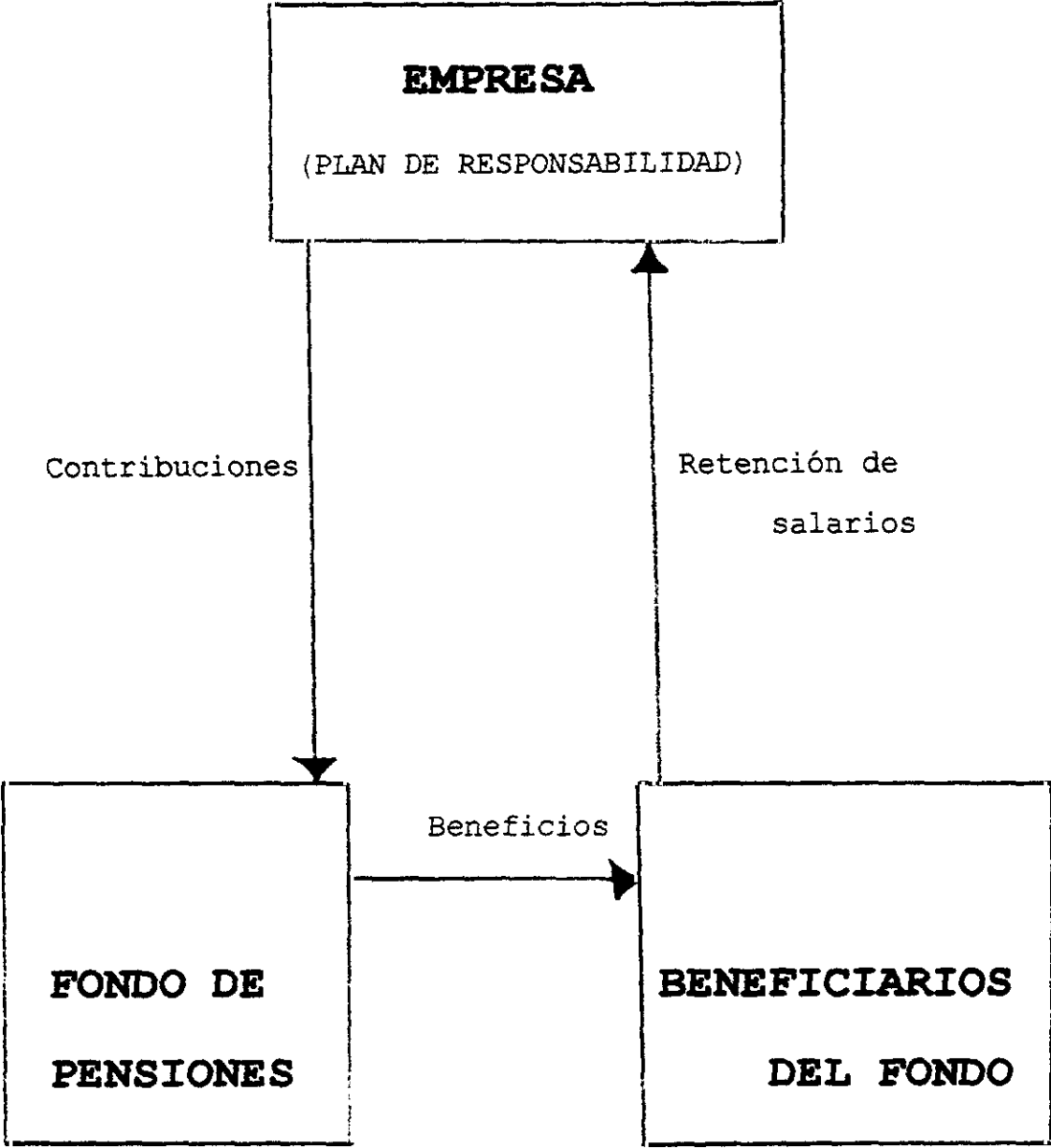
La intención de éste capítulo es analizar como se realiza un ESOP en base a las distintas finalidades² ya estudiadas, comparando diferentes situaciones mediante ejemplos numéricos y cuadros ilustrativos. Para llegar a la estructura compleja del ESOP que interesa analizar, se comienza el estudio analizando gráficamente los planes de pensiones, puesto que ésta es una de las finalidades más importantes, siendo además la base del desarrollo de los ESOPs en los últimos años³.

Podemos ver la forma en que opera un plan de pensiones a través del gráfico 1⁴:

² Algunas de las finalidades de los ESOPs han sido estudiadas por los siguientes autores y otros ya mencionados en el capítulo 3:
LEE, S.A., "ESOP is a powerful tool to align employees with corporate goals", *Pension World* V.30, n°4, Apr. 1994, pp. 40-42.
GLEESON, R., "The new professionals", *Australian Accountant* V.63, n°8, Sep. 1993, pp. 46-48.

³ E.W. Purcell es socio de la empresa VALUOMETRICS, empresa especializada en constituir y estructurar ESOPs. Comentarios analizados en CHARLES D. SPENCER & ASSOCIATES INC, "ESOPs, employee ownership evolve", *Employee Benefit Plan Review* V.48, n°2, Aug. 1993, p. 29.

⁴ Fuente gráfico 1: WESTON, J.F., CHUNG, K.S. y HOAG, S.E., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall, N.Y. 1990, p. 366, y elaboración propia.



En el gráfico 1 se analiza la forma más simple y general de plan de pensiones, siendo ésta estructura la más general y ampliamente aceptada⁵. Se ve en el gráfico 1, que la empresa es la responsable de establecer los fondos de pensiones cualquiera que sea su forma. La empresa realiza por tanto aportaciones de dinero⁶ (dólares), en las dos formas posibles: como planes de prestación establecida o como planes de contribución definida, en función del tipo de pensión elegido por la empresa.

Lo primero que ha de realizar la empresa dentro de éste proceso es constituir el fondo de pensiones. Seguidamente, la empresa retiene una parte del salario de los trabajadores. Ese dinero lo entrega al fondo de pensiones en forma de contribuciones. W.J.

⁵ HANNON, J.P., "Should your company adopt an ESOP?", *Management Accounting* (USA) V.70, Jan. 1989, pp. 31-35.

⁶ El punto de mira de éste trabajo son los países de habla inglesa, por lo que la moneda utilizada en el desarrollo de los ejemplos será el dólar.

Quinlan y M.M. Harris⁷ estudian la forma en que el fondo de pensiones utiliza las contribuciones de dinero para invertir en una amplia gama de acciones, obligaciones, bonos, etc. El Acta ERISA⁸ establece las premisas necesarias de prudencia y diversificación de dichas inversiones⁹.

Así, los beneficios derivados de la inversión de las contribuciones, serán pagados a los beneficiarios¹⁰ del plan de pensiones que son los trabajadores de esa empresa. Debemos tener en cuenta, que cierta clase de salarios¹¹ serán inferiores a lo que deberían ser, precisamente por las contribuciones que

⁷ QUINLAN, W.J., AND HARRIS, M.M., "SEC Section 16 regulations and compliance by qualified employee benefit plans", *Benefits Quarterly* V.10, n°3, Third Quarter 1994, p. 61.

⁸ El Acta ERISA establece las premisas necesarias de prudencia y diversificación en las inversiones realizadas con las contribuciones de la empresa al fondo del ESOP, si bien, no obliga a la realización de dichas inversiones en el caso de los planes de pensiones.

⁹ MANO, R.M., AND DEPPE, E.D., "The ESOP fable: Employees beware!", *Compensation & Benefit Review* V.26, n°6, Nov./Dec. 1994, p. 45.

¹⁰ FAULKNER & GRAY INC, "AcSEC realeases ESOP statement", *Practical Accountant* V.27, n°2, Feb. 1994, p. 58.

¹¹ ANON, "UAL agrees to sell a majority stake to its pilots and machinists", *Corporate Growth Report*, (Weekly), n°775, Jan. 3, 1994, p. 7021.

la empresa realiza al fondo para beneficio de los trabajadores como indica W. Jurek¹².

Para D.D. Martin¹³, las contribuciones que la empresa realiza al fondo de pensiones, son gastos deducibles para la compañía en el momento de su aportación. Sin embargo, este dinero no está sujeto a imposición para el beneficiario en el momento del establecimiento del fondo de pensiones. Sólo está sujeto a retención para el beneficiario, cuando los beneficios realmente se reciben, es decir, con la jubilación o cualquier otra forma de terminación del contrato.

Desde el momento en que las rentas de los trabajadores son inferiores después de la jubilación, el trabajador tiene la ventaja de un tipo de gravamen inferior sobre el valor de las contribuciones al fondo de pensiones. Además, los beneficios derivados de las

¹² JUREK, W., "Airlines and employee ownership", *Corporate Growth Report*, (Weekly), n°775, Jan. 3, 1994, p. 7028.

¹³ MARTIN, D.D., "How small business can gain advantages from ESOPs", *National Public Accountant* V.39, n°2, Feb. 1994, p. 23.

inversiones de dichas contribuciones, implican un aumento en las cantidades a recibir en el futuro por los trabajadores.

Tanto las contribuciones realizadas por los empresarios como los beneficios de invertir dichas contribuciones tienen el privilegio de no estar sujetas a retención hasta que no sean recibidas por los trabajadores.

5.1.- CONCEPTO DE ESOP APALANCADO:

K.F. Seller, J.M. Hagan y P.H. Siegel¹⁴ definen el ESOP apalancado como aquéllos en los que la empresa puede constituir un fondo o "trust"¹⁵ que se endeudará para la compra de acciones de la empresa garante del fondo o trust. La base legal de éste tipo

¹⁴ SELLER, K.F., HAGAN, J.M., AND SIEGEL, P.H., "Employee stock ownership plans and shareholder wealth: an examination of the market perceptions of the non-tax effects", *Journal of Applied Business Research* V.10, n°3, Summer 1994, p. 46.

¹⁵ A lo largo del trabajo se ha denominado al fondo o trust como el ESOP.

de ESOP reside en su reconocimiento y aprobación por el Acta *ERISA* en 1974 y por *The Tax Reduction Act (TRA)* en 1975.

La estructura de un ESOP es muy similar a la de los fondos de pensiones estudiados en el gráfico 1 (ver página 197) puesto que en éste caso el fondo de pensiones clásico, pasa a llamarse Fondo de ESOP o fondo fiduciario, es decir, fondo garantizado. En inglés se denomina "trust" al fondo del ESOP, combirtiendo el ESOP en el ESOT o *Employee Stock Ownership Plan Trust*, y que sirve para instrumentalizar el plan¹⁶, si bien en este estudio se le denominará simplemente ESOP.

En el ESOP más básico que nos podemos encontrar, denominado "plain-vanilla ESOP" por R. Rose¹⁷, los pagos que va realizando la empresa pueden

¹⁶ LEJARRIAGA, G., "El acceso a la propiedad de la empresa por los empleados: *Management buy-outs, employee buy-outs, ESOPs* y sociedades anónimas laborales", en MASCAREÑAS, J., *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, Ed. McGraw-Hill, Madrid 1992, p. 207.

¹⁷ R. Rose es director de MENKE & ASSOCIATES, empresa situada en San Francisco, California, U.S., que ha instalado más de 1.000 ESOPs. Ver, LAMMERS, T., "Exit capital: The perfect buyers", Inc. V.16, n°2, Feb. 1994,

ser tanto en dinero líquido como en acciones de la propia empresa¹⁸, empresa que es a la vez garante y patrocinadora del Fondo. A su vez, el ESOP también puede recibir contribuciones de los trabajadores en dinero efectivo como en un plan de pensiones tradicional.

Aunque los ESOPs son un instrumento que se puede utilizar como sustituto de los planes de pensiones, con los que tiene ciertas semejanzas, también tienen notables diferencias ampliamente analizadas por W.J. Quinlan y M.M. Harris¹⁹. A diferencia de los tradicionales fondos de pensiones que deben diversificar sus inversiones en distintos activos, un ESOP se establece para invertir en acciones de la empresa contribuyente, garante y patrocinadora del Fondo²⁰.

p. 53.

¹⁸ GATES, J.R., AND REID, D.E., "How one firm's ESOP builds bridges overseas", *Financial Executive* V.10, n°4, Jul./Aug. 1994, p. 27.

¹⁹ QUINLAN, W.J., AND HARRIS, M.M., "SEC Section 16 regulations and compliance by qualified employee benefit plans", ..., p. 57.

²⁰ LAMMERS, T., "Exit capital: The perfect buyers", ..., p. 49.

Una idea generalizada en muchos estudiosos y recogida por autores como J. Ertl²¹ o D.W. Englander²², es que en realidad el ESOP utiliza el apalancamiento para incrementar los beneficios fiscales tanto de la empresa patrocinadora, contribuyente y garante del fondo como de los participantes en el mismo.

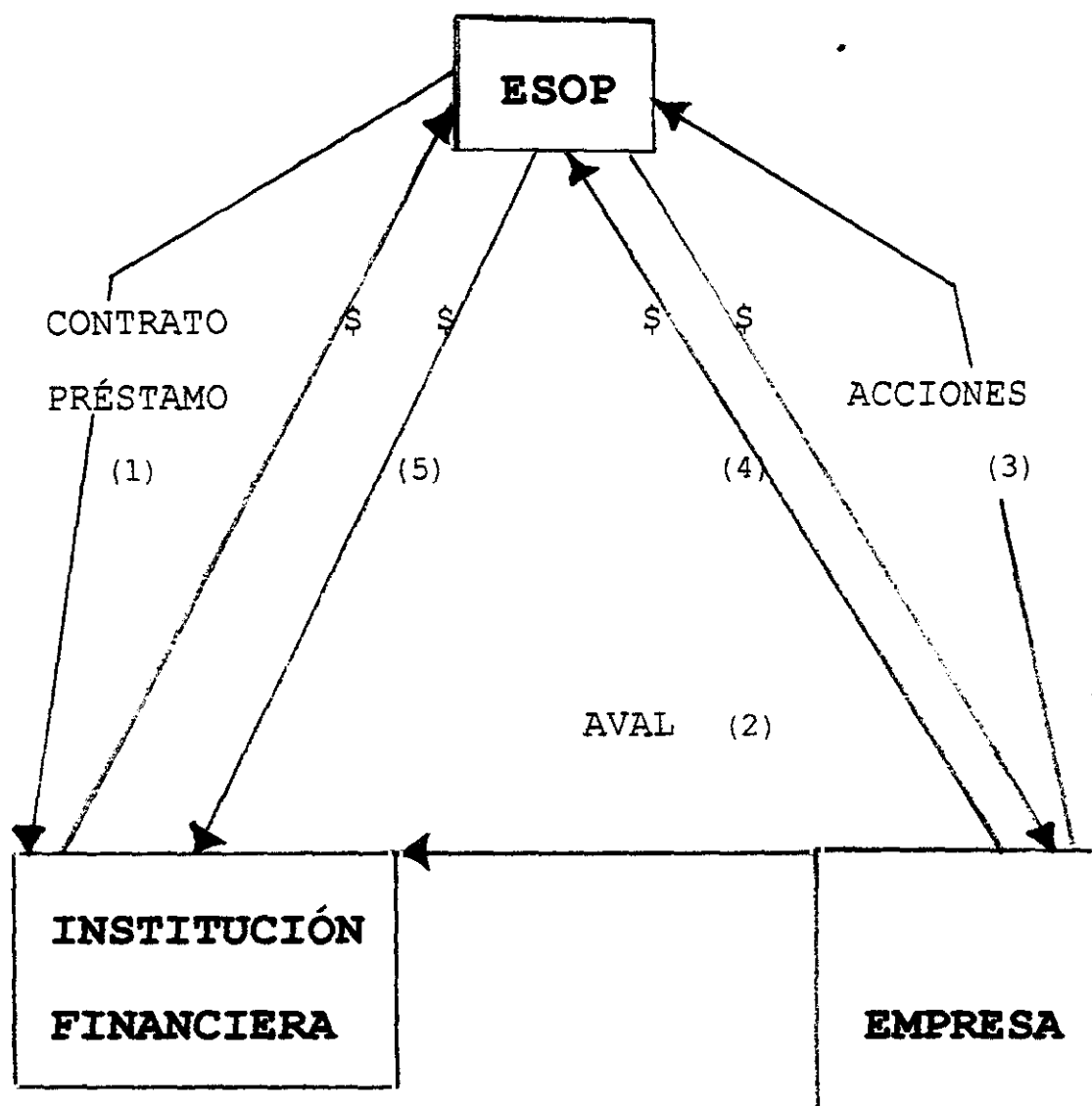
El gráfico 2²³ nos indica como se realiza un ESOP apalancado. Una vez que la empresa ha constituido el fondo del ESOP, éste pide prestado dinero a una institución financiera o incluso a la propia empresa, para la compra de acciones, siendo éste su objetivo principal²⁴.

²¹ ERTL, J., "Knitting a global work force together", *Pension World* V.29, n°11, Nov. 1993, p. 48.

²² ENGLANDER, D.W., "Cashing out through ESOPs", *Small Business Reports* V.18, n°10, Oct. 1993, pp. 43-47.

²³ Fuente: General Accounting Office, *Employee Stock Ownership Plans: Benefits and Cost of ESOP Tax Incentives for Broadening Stock Ownership*, DC, December 1986, p. 49, y elaboración propia.

²⁴ ARONOFF, C.E., AND WARD, J.L., "Examine why key employees want stock ownership", *Nation's Business* V.81, n°10, Oct. 1993, p. 52.



1. La institución financiera presta dinero al Fondo del ESOP a cambio de un pagaré por el importe prestado.
2. La empresa patrocinadora garantiza el pagaré.
3. El Fondo del ESOP compra acciones de la empresa patrocinadora.
4. La empresa contribuye con dinero al Fondo del ESOP.
5. El Fondo del ESOP utiliza el dinero para realizar los pagos de principal e intereses del préstamo.

La institución financiera o la empresa prestan el dinero al Fondo del ESOP a cambio de un pagaré por el importe prestado (1). Si el préstamo lo concede la entidad financiera se denomina préstamo a los ESOP apalancados, mientras que si el préstamo lo concede la empresa al ESOP por ella constituido se denomina préstamo respaldado²⁵.

La empresa patrocinadora garantiza el pagaré entregado a la institución financiera por el importe del préstamo, normalmente con la garantía de las propias acciones (2). Con ese dinero el Fondo del ESOP compra acciones de la empresa patrocinadora según los porcentajes marcados por la ley²⁶, siendo estos desde un 25% a un 100% de las acciones de la empresa (3). La empresa contribuye con dinero al Fondo del ESOP a lo largo de los años a través de las contribuciones, que no pueden ser superiores al 25% del total de las

²⁵ MARTIN, D.D., "How small business can gain advantages from ESOPs", ..., pp. 22-25.

²⁶ IRC Section 4975.

compensaciones del plan²⁷ (4). El Fondo del ESOP utiliza el dinero recibido de la empresa en forma de contribuciones para realizar los pagos de principal e intereses del préstamo (5).

Analizado el gráfico 2 y comparándolo con el gráfico 1 sobre la forma de operar un plan de pensiones (página 197), vemos como aparece en el acuerdo un nuevo elemento: las instituciones financieras, las cuales son una de las fuentes de financiación del ESOP. El proceso seguido por el ESOP es bastante similar al seguido en el plan de pensiones.

Un caso concreto en el que la empresa no puede operar de la forma anteriormente explicada ocurre cuando la empresa garante tiene deudas imprevistas o una transitoria mala situación de su pasivo. En este caso no podrá transferir acciones a nombre del Fondo del ESOP hasta que no realice los pagos necesarios para reducir el principal de la deuda que ella misma ha

²⁷

SCHOLES, M.S., AND WOLFSON, M.A., "Employee stock ownership plans and corporate restructuring: myths and realities", *The Battle for Corporate Control: Shareholder Rights, Stakeholders Interest and Managerial Responsibilities*, Edited by A.W. Sametz, Salomon Brothers, N.Y., 1991, pp. 493 and 511-512.

garantizado. A medida que las distintas proporciones de principal se van pagando, la empresa irá transfiriendo las acciones al Fondo del ESOP.

La fuente de financiación para pagar tanto el principal como los intereses a la institución financiera prestamista, está en las aportaciones dinerarias que realiza la propia empresa al ESOP o Fondo del ESOP en forma de contribuciones. Además estos pagos que realiza la empresa al ESOP, y que sirven para el pago del principal y de los intereses del préstamo pedido para la compra de acciones, son gastos deducibles a efectos fiscales²⁸. En realidad todos los pagos que realiza la empresa al ESOP, contribuciones, dividendos, etc., son gastos fiscalmente deducibles según la legislación (*ERISA- Tax Reform Act*)²⁹.

²⁸ GLEESON, R., "Employee share plans: on or off?", *Australian Accountant* V.63, n°11, Dec. 1993, p. 43.

²⁹ SHELLY, D.F., "ESOPs in the 1990s", *American Printer* V.221, n°5, Aug. 1993, p. 62.

5.2.- EJEMPLOS DE COMO REALIZAR UN ESOP:

Se van a utilizar varios ejemplos numéricos para terminar de entender como se realiza un ESOP apalancado, y las ventajas que proporciona este instrumento respecto a otras alternativas, entre las que se incluyen la venta de la empresa a un tercero o la fusión con otra compañía.

5.2.1- Ejemplo 1:

En este primer ejemplo se compara la realización de un ESOP frente a la posibilidad de vender la empresa a un tercero.

David Green es el presidente y único propietario de la empresa "MUY". Todo su patrimonio está representado por el valor de ésta empresa. Sus hijos son mayores y no tienen interés en continuar el negocio de su padre. Los consejeros de Mr. Green le recomiendan la venta de MUY, puesto que no tiene otro tipo de inversiones y por tanto tampoco de ingresos.

Además, si él falleciese sus herederos tendrían que pagar tantos impuestos por la sucesión, que se verían forzados a vender la empresa en condiciones desfavorables.

El señor Green ha recibido una oferta de una empresa denominada "LARGO". Esta empresa le ha propuesto cambiar una acción de LARGO por cada una de las 300.000 acciones de la empresa MUY. El precio de cotización de la empresa LARGO es de 15 dólares por acción, mientras que los expertos han valorado las acciones de MUY a 20 dólares por acción. Mr. Green analiza la propuesta dándose cuenta de que no desea abandonar la dirección, la propiedad y el control de la compañía, y que aunque necesita dinero líquido, no desea vender la empresa en estos momentos.

Ante esta situación los asesores de Mr. Green le aconsejan establecer un ESOP en la empresa. Veamos como puede ayudar un ESOP a que Mr. Green resuelva la situación:

- 1) Se establece entonces un ESOP en el que todos³⁰ los trabajadores de la empresa MUY son los beneficiarios.
- 2) El ESOP pide prestado a un banco 2 millones de dólares (préstamo directo a un ESOP apalancado).
- 3) Este dinero se utiliza en la compra de 100.000 acciones de la empresa MUY, hasta ahora pertenecientes a David Green.
- 4) El préstamo del banco al ESOP está garantizado por la empresa MUY y asegurado con las 100.000 acciones de MUY que están en manos del Fondo del ESOP.
- 5) A partir de éste momento, la empresa MUY está de acuerdo en realizar las aportaciones necesarias al ESOP en forma de contribuciones para devolver el principal y pagar los intereses del préstamo. Estos pagos son gastos fiscalmente deducibles para

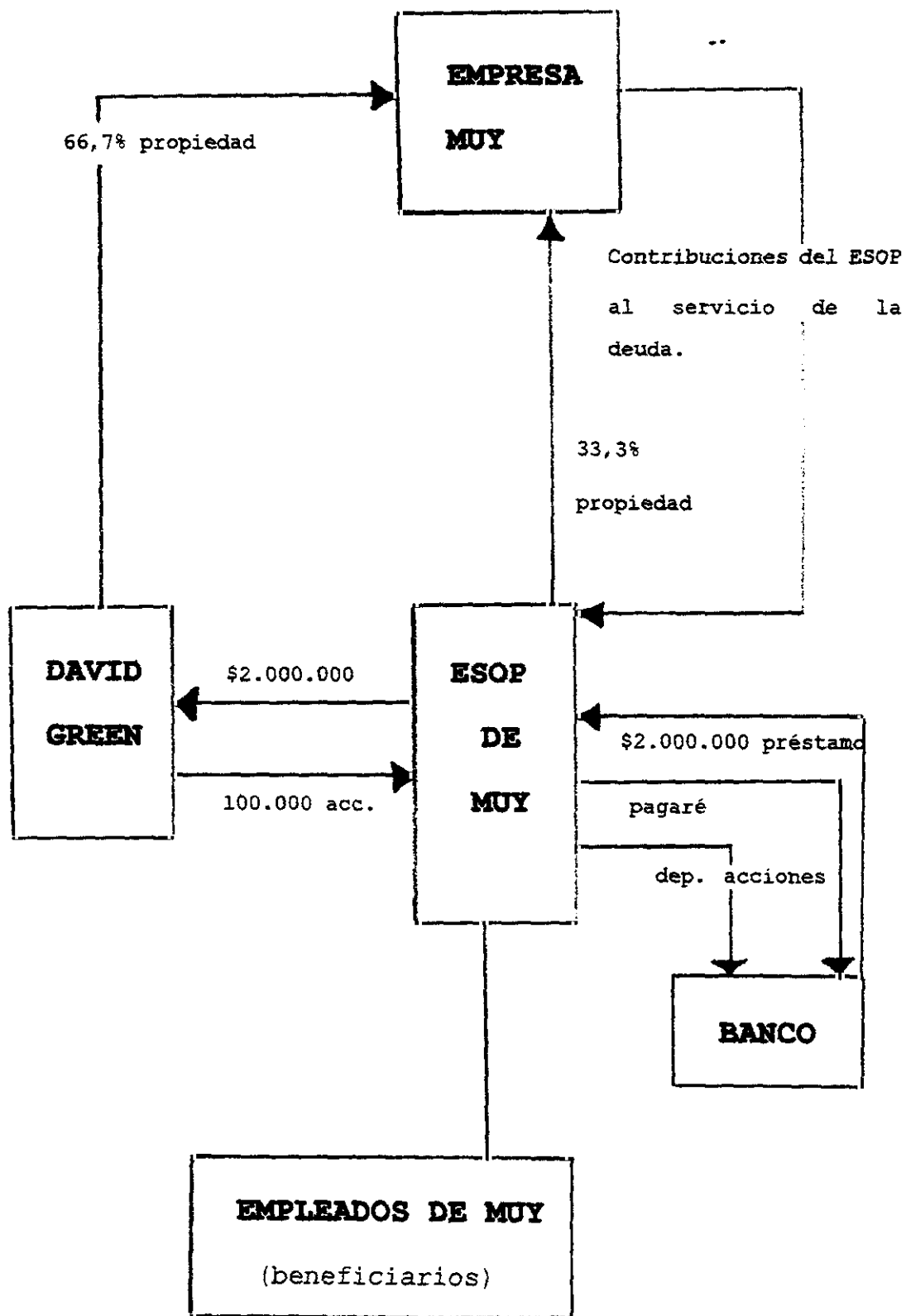
³⁰ Serán beneficiarios del Fondo del ESOP todos aquellos trabajadores que cumplan los requisitos estipulados por la ley.

la empresa MUY.

Notemos que David Green ha recibido ya 2 millones de dólares en efectivo; presumiblemente los invertirá en una cartera con alta rentabilidad pero también alta liquidez. Además, si Mr. Green invierte estos fondos en alguna empresa de los Estados Unidos dentro de los 12 meses siguientes a su obtención, no pagará prácticamente impuestos por la operación que ha realizado.

A medida que el ESOP devuelve el préstamo, las acciones que posee el Fondo deberán ser asignadas a las cuentas personales de cada uno de los empleados. Cuando el préstamo esté completamente devuelto, el ESOP recibirá en propiedad las 100.000 acciones que representan el 33,3% del Capital Social de la MUY.

Se puede ver ésta relación en el gráfico 3 que se muestra a continuación:



Un caso real sobre éste primer ejemplo es el de la empresa ACCRA-FAB INC. estudiado por T. Lammers³¹. Bob Griffith creó en 1980 a la edad de 50 años, la empresa ACCRA-FAB INC., dedicada a la fabricación de plásticos y metales, en Spokane, Washington, USA. La idea de Mr. Griffith era irse deshaciendo de la empresa para al cumplir los 65 años, edad de la jubilación, poder verse libre de cargas y de responsabilidades. Después de analizar las distintas alternativas, decidió que el establecimiento de un ESOP le proporcionaba las ventajas que venía buscando.

En junio de 1991 vendió el 80% de su empresa de plásticos y metales a un ESOP constituido por los trabajadores de la empresa ACCRA-FAB INC. por un total de 4,6 millones de dólares. Hoy en día Mr. Griffith acude a la oficina sólo dos veces al mes dedicando su tiempo al ocio, y disponiendo del dinero obtenido de la venta.

³¹ LAMMERS, T., "Exit capital: the perfect buyers", ..., pp. 49-53.

5.2.2- Ejemplo 2:

Mediante otro ejemplo se analizan las ventajas de utilizar un ESOP en comparación con la realización de una fusión. Este ejemplo es similar al anterior, si bien va a permitir una mayor coordinación de los participantes y los intereses, resaltando la verdadera naturaleza del ESOP apalancado. En éste nuevo ejemplo se establecen más variables de análisis que en el caso anterior.

El empresario en éste caso es John Alan, un hombre mayor propietario del 100% del Capital Social de la empresa "TEX". La salud del Sr. Alan es frágil y depende casi por completo del buen funcionamiento de su empresa. Actualmente está pensando en retirarse, pero está preocupado por la poca liquidez y prácticamente ninguna diversificación de sus ahorros.

Además, su mala salud le ha hecho pensar y considerar los altos impuestos que obligarían a sus herederos a malvender la empresa cuando él fallezca. Todos estos factores le han hecho tener en cuenta una

oferta de la empresa "POLY" para adquirir TEX mediante un intercambio de acciones exento de impuestos por un importe de 8 millones de dólares.

La oferta es aceptable en términos de precios, pero el Sr. Alan está preocupado por la posibilidad de que el precio ofrecido se pueda deteriorar si el valor de las acciones de POLY bajan en el mercado. Además, la compañía POLY tiene mala reputación en lo relativo a su relación con los empleados y las responsabilidades sociales que le corresponden como empresa.

TEX es la mayor empresa de la pequeña comunidad donde está situada, por lo que el Sr. Alan se siente de alguna forma paternalista con sus trabajadores. Por todo ello el está reacio a vender la empresa a un "extraño y forastero" y quiere buscar otra solución. El ESOP le ofrece esa solución.

Supongamos que el Sr. Alan quiere retirar 2.500.000 de dólares de los 8.000.000 de dólares en que se ha valorado la empresa TEX, para invertirlos en una

cartera diversificada entre títulos públicos y privados, consiguiendo de ésta manera las dos características que va buscando en su cartera: liquidez y rentabilidad.

Para llevar a cabo lo que acabamos de analizar, Mr. Alan debe realizar los siguientes pasos:

- 1) La empresa TEX debe establecer un ESOP.
- 2) El ESOP deberá pedir un préstamo de 2.500.000 de dólares a un banco, una compañía de seguros o cualquier otro prestamista. (Hemos de recordar que la mitad de los intereses que los prestamistas reciben de los préstamos realizados al ESOP, están libres de impuestos³²). Además, se le exige a TEX que garantice el préstamo que han realizado al ESOP.
- 3) El Sr. Alan vende el 31,25% de sus acciones al

³²

El privilegio de exclusión del 50% de los intereses recibidos por el préstamo están regulados por el IRC Sec 133.

J. Kaplan, "How to lend to ESOP borrowers", *Commercial Lending Review* V.8, nº4, Fall 1993, p. 22.

ESOP por 2.500.000 de dólares.

A medida que el Sr. Alan invierte los 2.500.000 de dólares en acciones de otras empresas norte-americanas calificadas como "empresas de reemplazo"³³ dentro de los 12 meses siguientes, podrá aplazar el pago de cualquier impuesto sobre la transacción, i.e., sobre la venta de sus acciones al Fondo del ESOP. Para D.D. Martin³⁴ este privilegio de aplazar el pago de los impuestos e incluso de exención fiscal, está permitido y reconocido por el *Deficit Reduction Act* de 1984 y por el *IRC Sec 1042*, siempre y cuando el Fondo del ESOP posea al menos el 30% del Capital Social de la empresa después de la venta de acciones del propietario, y que ni él ni sus familiares participen en el ESOP una vez formado.

Si el Sr. Alan ha vendido menos del 30% del Capital Social de la empresa, tendrá que pagar

³³ Se entiende por "empresas de reemplazo", empresas que emiten acciones que no cotizan en el Mercado de Valores.

³⁴ MARTIN, D.D., "How small business can gain advantages from ESOPs", ..., p. 26.

impuestos por las ganancias de capital derivadas de la venta de sus acciones, pero en éste caso si se le permite participar en el ESOP, reduciendo a lo largo del tiempo la dilución de sus acciones como propietario. La empresa "TEX" podrá entonces realizar contribuciones al ESOP exentas de impuestos, en una cantidad suficiente como para devolver el principal y pagar los intereses del préstamo. A medida que el préstamo es devuelto, las acciones de TEX que pertenecen al ESOP podrán ser asignadas y distribuidas a las cuentas de los trabajadores que participan en el plan.

De ésta forma, el propietario de una empresa particular puede conseguir liquidez exenta de impuestos sin necesidad de vender la empresa a terceras personas o fusionarla con otra compañía, e incluso mantener el control, siempre dependiendo de las necesidades de liquidez del propietario y de la proporción de acciones vendidas al ESOP.

Una vez analizado como el ESOP puede ayudar al empresario, veamos las ventajas y desventajas del

ESOP frente a la propuesta de compra de la empresa "POLY":

* El ESOP:

- 1) Aumenta la lealtad de los empleados como consecuencia de que ellos mismos poseen acciones de la empresa a través del ESOP³⁵.
- 2) Permite al propietario Sr. Doe aumentar su liquidez así como diversificar su patrimonio³⁶.
- 3) La dilución³⁷ del valor de la participación que sufre el propietario por la venta de acciones, aquí no es criticable puesto que

³⁵ Conclusión obtenida por A. Tannenbaum en un estudio realizado sobre empresas con ESOPs en los Estados Unidos en 1968.
TANNENBAUM, A., *Control in Organizations*, McGraw-Hill, N.Y., 1968.

³⁶ STOREY, M.J., "When workers are owners", *Success* V.42, n°1, Feb. 1995, p. 14.

³⁷ Sobre la dilución de capital en los ESOPs veáse, CHAPLINSKY, S., NIEHAUS, G., AND VAN DE GUCHT, L., "Resolving the controversy over the valuation of employee claims in ESOP buyouts", *Benefits Quarterly* V.10, n° 4, Fourth Quarter 1994, pp. 58-66.

el Sr. Doe sigue manteniendo el control.

- 4) La exención fiscal es en realidad un diferimiento del impuesto hasta que las acciones sean vendidas.
- 5) El establecimiento de un valor de mercado de las acciones³⁸ de TEX puede ayudar a la valoración del patrimonio. Esta valoración puede ser positiva o negativa.
- 6) Proporciona un mercado a las acciones³⁹ de TEX si los herederos necesitan vender sus acciones para pagar impuestos. De ésta manera se evita la venta precipitada, y además, el 50% del proceso de venta de acciones al ESOP, está excluido de la valoración patrimonial. Asimismo se proporciona mercado para las acciones de los

³⁸ REILLY, R.F., "Performing ESOP valuations that meet tough tests", *Mergers & Acquisitions* V.28, n°5, Mar./Apr. 1994, pp. 27-34.
FLYNN, G., "FASB proposes stock-option valuation", *Personnel Journal* V.73, n°2, Feb. 1994, p. 92.

³⁹ SZABO, J.C., "Giving workers a company stake", *Nation's Business* V.82, n°6, Jun. 1994, pp. 54-55.

trabajadores cuando estos finalizan la relación laboral con la empresa.

* La venta a la empresa POLY:

- 1) No se obtiene liquidez hasta la venta de las acciones de POLY procedentes de la permuta.
- 2) Posible deterioro del valor del patrimonio recibido con el transcurso el tiempo.
- 3) Perdida de control de la empresa TEX.
- 4) Las ventajas fiscales en el cambio de acciones exento de impuestos es algo puntual, porque se tendrán que pagar impuestos cuando se vendan las acciones para obtener liquidez.
- 5) No se produce diversificación.

Utilizar un ESOP proporciona claras ventajas respecto de la venta de la empresa a otra compañía, beneficios no sólo de carácter económico, sino también otras ventajas de carácter social.

5.3.- COMPARACIÓN DE UN ESOP APALANCADO Y UN ESOP NO APALANCADO.

Para analizar la estructura de un ESOP apalancado frente a un ESOP no apalancado, es necesario en primer lugar, definir ambos instrumentos. K.F. Sellers, J.M. Hagan y P.H. Siegel⁴⁰ definen los ESOPs apalancados como aquellos a los que se les permite formar un trust (para nosotros fondo de ESOP o ESOP) para pedir prestado dinero con el que comprar acciones de la empresa garante del fondo. Los ESOPs no apalancados son esencialmente planes de gratificación de acciones, donde la empresa puede contribuir

⁴⁰ SELLER, K.F., HAGAN, J.M., AND SIEGEL, P.H., "Employee stock ownership plans and shareholder wealth: an examination of the market perceptions of the non-tax effects", ..., p. 46.

directamente con acciones al ESOP⁴¹.

Una vez definidos ambos tipos de ESOPs se comparan las consecuencias de realizar un ESOP apalancado frente a la realización de un ESOP no apalancado mediante un ejemplo numérico.

La participación al ESOP no apalancado se realiza de la siguiente manera: una empresa pide 100 millones de dólares prestados a un prestamista, normalmente una institución financiera, y a medida que devuelve el préstamo, realiza contribuciones de títulos del Tesoro o cualquier otro tipo de títulos al ESOP no apalancado o a cualquier otro tipo de plan de reparto de beneficios (*profit-sharing plan*). Esta misma comparación se puede realizar si las acciones con las que se va a realizar las contribuciones son acciones recompradas del mercado con esos 100 millones de dólares de préstamo, en vez de provenir de la cartera

⁴¹

GATES, J.R., AND REID, D.E., "How one firm's ESOP builds bridges overseas", ..., p. 27.

de títulos del Tesoro en poder de la empresa⁴².

Esta operación tiene los mismos efectos iniciales en la estructura de capital de la empresa que el siguiente ESOP apalancado.

La participación al ESOP apalancado se puede realizar de la siguiente manera:

- 1) La empresa establece un ESOP (Fondo de ESOP).
- 2) El ESOP pide prestado 100 millones de dólares a un prestamista o entidad prestataria, con la garantía de la empresa patrocinadora⁴³. Otra forma de realizar la misma operación es que sea la empresa la que pida los 100 millones de dólares y se los preste al ESOP⁴⁴.

⁴² Un ESOP apalancado que utilice acciones recompradas del mercado es similar a una recapitalización apalancada en la que la empresa contribuye con acciones al ESOP no apalancado. Sobre la recapitalización apalancada, véase, MASCAREÑAS, J., *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, McGraw-Hill, Madrid 1992, pp. 111-115.

⁴³ Se trata de un préstamo directo a un ESOP apalancado.

⁴⁴ El tipo de préstamo envuelto en ésta operación se denomina préstamo respaldado.

- 3) El ESOP utiliza el dinero recibido del préstamo para comprar acciones de la empresa garante del fondo.
- 4) Los 100 millones de dólares del préstamo incrementan la estructura de la deuda de la empresa, pero no modifican su estructura de capital.

Analizando ambas operaciones se ve que los títulos del Tesoro que se asignan con las contribuciones al ESOP no apalancado, intentan igualar el valor que los trabajadores podrían obtener del ESOP apalancado. Aunque el efecto de ambas operaciones sobre la estructura de capital es similar, sobre otros aspectos de la empresa suponen notables diferencias:

- 1) El bloque inicial de acciones no distribuidas que aparece en el ESOP apalancado, es decir, aquellas acciones que se han traspasado al ESOP pero que aún no han sido asignadas a las cuentas individuales de los trabajadores, produce cambios

inmediatos en la estructura de propiedad de acciones de la empresa, como indica C.E. Coyne⁴⁵, más que cambios a largo plazo como produce el ESOP no apalancado⁴⁶.

Además, el ESOP apalancado produce efectos más complicados sobre los estados financieros de la empresa.

- 2) El ESOP no apalancado proporciona a la empresa completa flexibilidad para modificar la naturaleza, cantidades y selección de acciones que se adjudican a los trabajadores, si los niveles salariales, la situación de los impuestos y otras circunstancias cambian. En particular, si la apreciación de las acciones supera un determinado nivel, la empresa no tendrá que realizar el total de la contribución.

⁴⁵ COYNE, C.E., "ESOPs benefit agencies, employees", *National Underwriter* V.97, n°3, Jan. 18, 1993, pp. 27-30.

⁴⁶ GATES, J.R., AND REID, D.E., "How one firm's ESOP builds bridges overseas", ..., p. 27.

Sin embargo, la necesidad de cubrir el servicio de la deuda en los ESOPs apalancados requiere de la empresa una habilidad especial para reducir las contribuciones que tendrá que pagar en el futuro, invirtiendo las contribuciones de tal forma que se produzca una revalorización de mercado de las acciones⁴⁷.

- 3) El ESOP no apalancado permite a la empresa obtener deducciones fiscales por la apreciación de las acciones antes de que se produzca la contribución al ESOP y posterior asignación a los trabajadores, deducción que se pierde cuando la apreciación ocurre en un ESOP apalancado.

Pongamos un ejemplo⁴⁸: supongamos una cartera de acciones comprada por el ESOP apalancado por valor de 100 millones de dólares que sufre una apreciación de su valor que alcanza los 150 millones de dólares hasta el momento en que dichas

⁴⁷ RENTON, N., "Employee share schemes: A mixed blessing", *IPA Review* V.47, n°1, 1994, p. 21.

⁴⁸ SHELLY, D.F., "ESOPs in the 1990s", *American Printer* V.221, n°5, Aug. 1993, pp. 61-63.

acciones son distribuidas y asignadas a los trabajadores. Las repercusiones de la operación son distintas si la empresa utiliza un ESOP apalancado o no apalancado:

- * Si la empresa utiliza un ESOP apalancado, las deducciones que la empresa puede realizar se limitan al servicio de la deuda del ESOP, es decir, el pago de los 100 millones de principal más los intereses.
- * Si la empresa utiliza un ESOP no apalancado y elige para la contribución el mismo número de acciones, recibirá como deducción los 150 millones de apreciación en el valor de las acciones hasta el momento de realizar la contribución, además de deducirse los intereses del préstamo de 100 millones de dólares, es decir, recibe una deducción extra de 50 millones de dólares.
Este efecto fiscal suele hacer que las empresas se inclinen en utilizar acciones preferentes en lugar de acciones ordinarias

en un ESOP apalancado⁴⁹, sustituyendo parcialmente la deductibilidad de los dividendos con la no deductibilidad de la apreciación en los rendimientos esperados.

- 4) Si el ESOP es relativamente grande con respecto a las ventajas que van a obtener los trabajadores, las bajas deducciones fiscales del ESOP no apalancado previenen de compartir los beneficios fiscales como sucede en el ESOP apalancado.
- 5) El ESOP apalancado proporciona ventajas de tipo dinerario y de beneficios a los participantes del fondo cuyas asignaciones de otra forma estarían limitadas por IRC Sección 415⁵⁰. Los ESOPs tienen ciertos privilegios respecto a otros planes.

⁴⁹ SEARFOSS, D.G., AND NCNAMEE, D.D., "Employers' accounting for employee stock ownership plans", *Journal of Accountancy* V.175, n°2, Feb. 1993, p. 54.

⁵⁰ La norma IRC Section 415 limita la asignación anual a los participantes de un fondo de contribución-establecida a una cantidad menor del 25% de los beneficios que hubiese de recibir, con un límite de 209.200 dólares, y 30.000 dólares, con los correspondientes ajustes si el trabajador participa en otros planes de jubilación con incentivos fiscales patrocinados por la empresa.
Ver BADER, L.N. y HOURIHAN, J.A., "The Financial Executive's Guide to ESOPs", en *Salomon Brothers*, febrero 1990, p. 13.

- 6) Un ESOP apalancado puede proporcionar ahorros fiscales a empresas multinacionales eludiendo la tributación de gastos por intereses en las fuentes de rentas extranjeras⁵¹. Lo consiguen utilizando parte de sus gastos deducibles por el pago de contribuciones al ESOP para reducir las fuentes extranjeras de ingresos y, por tanto, los impuestos sobre los créditos extranjeros.
- 7) Los miembros del Congreso de los Estados Unidos proporcionan protección al ESOP frente a futuros cambios legislativos⁵², dictando normas que fomentan la creación de éste instrumento, principalmente a través de los beneficios fiscales, habiéndose convertido en un elemento de política nacional según B.L. Crockett⁵³.

⁵¹ GATES, J.R., AND REID, D.E., "Translating your ESOP abroad", *Financial Executive* V.10, n°4, Jul./Aug. 1994, pp. 26-29.

⁵² WAGENBRENNER, A., "U.S. Supreme Court approves retroactive estates tax change", *Journal of Accountancy* V.178, n°2, Aug. 1994, pp. 24-26.

⁵³ CROCKETT, B.L., "Using compensation to court commitment", *Chief Executive* n°88, Sep. 1993, p. 59.

Todas estas y otras diferencias, ventajas e inconvenientes de utilizar un ESOP apalancado o un ESOP no apalancado según las circunstancias, se traducen en que la mayoría de los ESOPs en los Estados Unidos son no apalancados, si bien las grandes empresas norteamericanas realizan ESOPs apalancados, como indica B. Neuhausen⁵⁴.

5.4.- UTILIZAR UN ESOP EN LUGAR DE DESHACERSE DE UNA FILIAL:

Las grandes empresas y multinacionales suelen tener filiales o sucursales, de las cuales se quieren deshacer por una razón u otra. Las empresas utilizan principalmente dos alternativas con dicho fin: por una parte, pueden vender la sucursal a otra empresa aunque haya dificultades para encontrar un comprador a buen precio; por otra parte, pueden liquidar los activos de la filial, lo cual suele ser perjudicial para los

⁵⁴

Ben Neuhausen, es socio de la firma Arthur Andersen & Co. y miembro de la asociación ASEC. Véase, ELGIN, P.R., "New accounting rule levels playing field", *Pension World* V.30, n°4, Apr. 1994, p. 42.

trabajadores de la empresa. Para J. Kensinger⁵⁵, ambas posibilidades pueden ser trágicas para los trabajadores en mayor o menor medida.

El ESOP puede ser otra alternativa en éste tipo de situaciones desde el momento en que los trabajadores de la filial pueden ser buenos compradores a través de un ESOP, ya que ellos pueden llegar a un buen acuerdo y las demás alternativas son inciertas. Los ESOP se convierten entonces en un medio de reestructuración empresarial que va a permitir a la empresa deshacerse de la filial de manera más eficiente que las otras soluciones⁵⁶.

En base a la tercera alternativa, es decir, la creación de un ESOP para la compra de la filial, uno de los posibles procesos que la empresa puede establecer para deshacerse de la filial es el indicado

⁵⁵ KENSINGER, J., "The quiet restructuring", *The Revolution in Corporate Finance*, edited by J.M. Stern and D.H. Chew, Blackwell Finance, 2nd ed., Oxford 1992, pp. 625-626.

⁵⁶ GLASS, M.L., "The troubled or non-essential subsidiary", *Handbook of Mergers, Acquisitions and Buyouts*, S.J. Lee & R.D. Colman, Prentice Hall INC., Englewood Cliffs, N.J., 1981, p. 572.

por P.D. Ardleigh⁵⁷:

- 1) En primer lugar, la empresa crea una sociedad intermediación.
- 2) Esta sociedad de intermediación crea a su vez el ESOP.
- 3) La capacidad crediticia de la sociedad de intermediación y del ESOP, ambas con la garantía de la empresa matriz, es utilizada para captar la financiación necesaria para que la empresa interpuesta compre la filial a través del ESOP.
- 4) La sociedad de intermediación, que ahora deja de serlo, empieza a dirigir la filial mientras que el ESOP mantiene en su poder las acciones, que pasarán con el tiempo a las cuentas de los trabajadores.

⁵⁷

ARDELEIGH, P.D., "Use of employee stock ownership plans in acquisitions, divestitures and buyouts", *Handbook of Mergers, Acquisitions and Buyouts*, ..., pp. 357-358.

Si la operación tiene éxito, los ingresos generados por la nueva empresa (antigua filial) serán suficientes para realizar las contribuciones al ESOP que sean necesarias, lo cual permitirá a su vez que el ESOP realice la devolución del principal y el pago de los intereses de la deuda contraída para la compra de acciones de la filial. A medida que se produce la devolución del préstamo, las acciones se irán asignando a las cuentas de los empleados, y al cabo del tiempo, los empleados serán los propietarios de la filial.

Esta transacción⁵⁸ sólo será posible suponiendo que la filial pueda llegar a ser una empresa independiente y que, por tanto, sea capaz de generar suficientes beneficios como para hacer frente a la devolución de los recursos que ha pedido. Habrá de valorarse la operación antes de realizarla en los mismos términos que cualquier otra inversión. La decisión de llevar a cabo la operación depende de la empresa y de los trabajadores, futuros propietarios de

⁵⁸

WESTON, J.F., CHUNG, K.S., AND HOAG, S.E., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall, Englewood Cliff, N.J., 1990, p. 370.

la filial⁵⁹.

En muchos casos, la verdadera razón para deshacerse de una filial es que ésta se encuentra en una industria decadente o que necesita una excesiva modernización para los resultados que más tarde pueda dar. Si vender la filial a los empleados no beneficia ni a ellos mismos ni a la economía en su conjunto, debería interrumpirse el proceso. En estos casos, la mejor solución es liquidar la filial.

5. 5.- ANÁLISIS DE UN ESOP COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN FRENTE A OTRAS ALTERNATIVAS.

En el segundo capítulo⁶⁰ de éste trabajo se analizó la naturaleza de los ESOPs, diferenciando su doble origen, por una parte como instrumento defensivo

⁵⁹ FALCONER, R.B., "Employee share ownership plans: Cracks in the golden egg", *Canadian Shareowner* V.8, n°2, Nov./Dec. 1994, pp. 14-16.

⁶⁰ Capítulo 2: "Definición y Naturaleza de los ESOPs".

anti-OPA⁶¹, y por otra como fuente alternativa de financiación⁶². El principal objetivo de este estudio es analizar el ESOP como un instrumento de financiación, análisis que se realizará comparando éste instrumento con otras dos formas tradicionales de aumentar los fondos de la empresa: a través del aumento de capital y mediante la emisión de deuda. El estudio se realizará a través de diversas tablas numéricas para su mejor comprensión.

5.5.1.- Financiación tradicional por aumento de capital.

El primer caso a estudiar, analiza la forma más tradicional de financiación en las empresas: el aumento del Capital Social. Analizaremos el caso

⁶¹ AKRESH, M.S., AND COSLOY, B.I., "New math for ESOPs", *Financial Executive*, V.10, n°3, May./Jun. 1994, p. 47. BLAIR, M.M., "Corporate Ownership", *Brookings Review* V.13, n°1, Winter 1995, p. 17.

⁶² WALKER, D., AND ELINSKY, P.I., "ESOP fables", *Management Focus* V.31, n°6, Nov./Dec. 1984, pp. 14-16. SPENCER, C.D., AND ASSOCIATES INC, "Company describes repurchase liability assessment, strategy, funding", *Employee Benefit Plan Review* V.48, n°2, Aug. 1993, p. 36.

mediante un ejemplo resumido en la tabla 1⁶³. Esta forma de financiación necesita la aprobación de la junta de accionistas y no podrá realizarse por un montante superior a los límites establecidos en los estatutos de la empresa⁶⁴.

Las premisas sobre las que se basa el ejemplo son las siguientes: Una empresa necesita 15.000 dólares en efectivo y decide obtenerlos mediante el aumento de su Capital Social en una cantidad adicional de 15.000 dólares, a través de la venta de 1.500 acciones de nueva creación, o bien de acciones que se encuentran en la propia autocartera de la empresa, a un precio de 10 dólares por acción. Inicialmente el Capital Social de la empresa es de 25.000 dólares, al cual se añaden los 15.000 dólares del aumento para obtener finalmente un Capital Social de 40.000 dólares.

Los beneficios brutos de explotación

⁶³ Fuente tabla 1: WESTON, J.F., CHUNG, K.S. y HOAG, S.E., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall, INC N.Y. 1990, p. 37, y elaboración propia.

⁶⁴ BREALEY, R., y MYERS, S., *Fundamentos de Financiación Empresarial*, McGraw-Hill, 4ª edición, Madrid 1993, pp. 313-315.

(B.A.I.I.) aumentan en una cantidad de 1.000 dólares al año, como se observa en el estado de rentas. En este caso, la empresa no paga gastos por intereses porque se considera que no tiene ningún otro tipo de deuda. Se utiliza como tipo impositivo el 40%, que incluye el impuesto sobre los beneficios de la sociedad, o simplemente Impuesto de Sociedades, del 34% más otro tipo de impuestos⁶⁵ estatales por el 6% restante. El horizonte temporal de análisis es de cuatro años.

En base a éstas premisas podemos elaborar la tabla 1. Los beneficios netos acumulados, es decir, después del pago de intereses e impuestos asciende a una cantidad acumulada de 27.600 dólares por los cuatro años que dura la operación. Como se ha expuesto anteriormente no hay pago de intereses por no haber deudas. El impuesto se deduce del B.A.I.

Si se obtiene el beneficio neto anual en base a las premisas establecidas, y éste se acumula a lo largo de los años, el beneficio neto acumulado en dicho

⁶⁵

El 6% restante de impuestos, tiene diferentes conceptos en función de los distintos Estados.

período asciende a la cantidad de 27.600 dólares. Respecto a la capitalización de la empresa, el capital total de la empresa al final de los cuatro años asciende a la cantidad de 67.600 dólares, cantidad que se obtiene como suma de los 15.000 dólares de aumento del Capital Social en el año cero o año de referencia, más los 27.600 dólares de beneficios retenidos como beneficios netos después de intereses e impuestos.

El número inicial de acciones ordinarias ascendía a 2.500 antes de producirse la ampliación de capital, habiendo incrementado en 1.500 acciones hasta un total de 4.000 títulos. De ésta forma el porcentaje de acciones en poder de los antiguos propietarios supone un 62,5% sobre el total del Capital Social de la empresa, participación que ha sufrido una dilución de capital del 37,5% respecto a la situación inicial.

TABLA 1: FINANCIACIÓN TRADICIONAL CON CAPITAL:

	AÑOS				
	0	1	2	3	4
ESTADO DE RENTAS					
B.A.I.I. ⁶⁶	10.000	11.000	12.000	13.000	
Gastos de intereses	-	-	-	-	
B.A.I. ⁶⁷	10.000	11.000	12.000	13.000	
Impuestos s/benefic. ⁶⁸	<u>4.000</u>	<u>4.400</u>	<u>4.800</u>	<u>5.200</u>	
Beneficio neto	6.000	6.600	7.200	7.800	
Beneficio neto acumulado		12.600	19.800	27.600	

CAPITALIZACIÓN

Capital Social	25.000				
	<u>15.000</u>				
Capital total	40.000	46.000	52.600	59.800	67.600
Impt. acumul. pagados		4.000	8.400	13.200	18.400

NOTAS: Todos los datos son en dólares USA.

* Se aumenta 15.000 dólares con la venta de 1.500 acciones a 10 dólares por acción.

* El incremento total de capital de 40.000 dólares.

* Número inicial de acciones:2.500. Número actual:4.000.

* Porcentaje de participación: $62,5\% \times 67.600 \text{ dól.} = 42.250 \text{ dól.}$

⁶⁶ B.A.I.I. son los beneficios de la empresa antes de intereses e impuestos. También se denomina beneficio bruto de explotación.

⁶⁷ B.A.I. son los beneficios antes de impuestos y después de deducir los intereses.

⁶⁸ Los beneficios empresariales en Estados Unidos se gravan a un tipo aproximado del 40%.

5.5.2.- Financiación tradicional mediante deuda.

El segundo ejemplo analiza la financiación de la empresa mediante la emisión de deuda, a través del estudio de la tabla 2⁶⁹. Dentro de las diversas formas⁷⁰ de deuda se ha elegido el préstamo a largo plazo.

El ejemplo 2 se basa en las siguientes premisas. La empresa quiere aumentar su capital en 15.000 dólares, no con aumento de acciones como en el caso anterior, sino pidiendo un préstamo a largo plazo por el importe que necesita. Este préstamo debe devolverse en cuatro años bajo las condiciones expuestas en la tabla 2.

El tipo de interés a pagar por el crédito es del 10% sobre las cantidades pendientes a principio del año, o al final del año anterior. Las cantidades de principal que se devuelven de año en año, van reduciendo la deuda pendiente por el préstamo pedido

⁶⁹ Fuente tabla 2: WESTON, J.F.,..., *Mergers*,..., p. 372, y elaboración propia.

⁷⁰ BREALEY, R., y MYERS, S., *Fundamentos de Financiación Empresarial*, ..., pp. 315-317.

hasta su extinción total. Los beneficios brutos de la empresa aumentan 1.000 dólares al año. El proceso seguido para la elaboración de la tabla 2 es el siguiente:

- * El primer año la deuda asciende a 15.000 dólares. El tipo de interés que se paga es del 10%, por lo que los intereses a pagar son de 1.500 dólares. La cantidad de principal que se reembolsa el primer año asciende a 3.000 dólares, por lo que la deuda pendiente se reduce en ésta cantidad quedando en 12.000 dólares de deuda pendiente.
- * En el segundo año los intereses serán menores, sólo 1.200 dólares, es decir, el 10% sobre los 12.000 dólares de deuda pendiente. El reembolso del principal asciende a 3.500 dólares, por lo que la deuda pendiente el final del segundo año tiene un montante de 8.500 dólares.
- * Este proceso continua durante los dos años restantes hasta la extinción total de la deuda.

TABLA 2: FINANCIACIÓN TRADICIONAL CON DEUDA:

	AÑOS				
	0	1	2	3	4
ESTADO DE RENTA					
B.A.I.I.		10.000	11.000	12.000	13.000
Gastos de intereses		<u>1.500</u>	<u>1.200</u>	<u>850</u>	<u>450</u>
B.A.I.		8.500	9.800	11.150	12.550
Imptos s/ benef. al 40%		<u>3.400</u>	<u>3.920</u>	<u>4.460</u>	<u>5.020</u>
Beneficio neto		5.100	5.880	6.690	7.530
Benef. neto acumulado		5.100	10.980	17.670	25.200
Devolución de principal		3.000	3.500	4.000	4.500
CAPITALIZACIÓN					
Deuda a largo plazo	15.000	12.000	8.500	4.500	-
Capital Social	<u>25.000</u>	<u>30.100</u>	<u>35.980</u>	<u>42.670</u>	<u>50.200</u>
Capital total	40.000	42.100	44.480	44.170	50.200
Devolución de ppal.		3.000	3.500	4.000	4.500
Deuda pendiente		12.000	8.500	4.500	-
Imptos pagados acum.		3.400	7.320	11.780	16.800

NOTAS: Todos los datos son en dólares USA.

* El porcentaje de propiedad inicial de los accionistas es del 100%.

* Cash flow = beneficio neto acumulado - devolución del préstamo =
25.200 - 15.000 = 10.200

Analizando los datos de la tabla 2, observamos que los beneficios netos acumulados al final de los cuatro años ascienden a un total de 25.200 dólares. De estos 25.200 dólares, la empresa utilizó 15.000 dólares para devolver el principal del préstamo, de forma que la cantidad que se añade al capital existente al principio del primer año después de pedir el préstamo es de 25.000 dólares menos 15.000 dólares, lo que proporciona un aumento de 10.200 dólares.

Esta cantidad de 10.200 dólares se suma al capital total inicial en el año cero de 40.000⁷¹ dólares, para obtener un Capital Social o capital total al final de los cuatro años de 50.200 dólares. También se puede decir que el capital total al final de los cuatro años se calcula como la suma del Capital Social inicial de 25.000 dólares más el beneficio neto acumulado al final de los cuatro años de 25.200 dólares, lo que suma un total de 50.200 dólares.

A pesar de la existencia de la deuda, no se

⁷¹

Los 40.000 dólares se pueden calcular como la suma del Capital Social inicial de 25.000 dólares más el préstamo de 15.000 dólares.

produce dilución en el capital de los propietarios. Sin embargo, el capital total es 18.000 dólares menos en este caso que en el anterior, cuando la empresa utilizaba financiación por aumento del Capital Social, debido a la obligación que la empresa contrae de devolver el principal y pagar los intereses de la deuda. Sin embargo, los impuestos son menores y se mantiene el porcentaje de participación de los accionistas en la propiedad.

Como se puede ver, existen notables diferencias económicas entre ambos métodos. Aún así, se podría hacer los dos métodos más comparables⁷² considerando que la empresa puede volver a retomar la financiación con deuda al final de los cuatro años, de forma que el proceso continuaría. El análisis que se quiere realizar no se centra en el estudio de estas dos formas de financiación sino en su relación con la financiación a través del ESOP apalancado que se verá a continuación.

⁷²

Para el estudio y comparación de la financiación con capital frente a la financiación con deuda, ver, WESTON, J.F. y COPELAND, T.E., *Managerial Finance*, Cassell Education Limited, 2nd edition, U.K. 1988, pp. 619-668.

5.5.3.- Financiación mediante un ESOP apalancado.

El tercer ejemplo es una continuación de los dos anteriores, por lo que se mantienen los mismos datos de las tablas 1 y 2. Antes de comenzar el análisis de la financiación con un ESOP apalancado definamos⁷³ dicho instrumento: se trata de un instrumento financiero que permite a una empresa crear un fondo (ESOP) para pedir dinero prestado con el fin de que los trabajadores de la empresa participantes del ESOP compren acciones de la empresa garante.

La diferencia fundamental respecto a los casos anteriores es que es el ESOP el que pide el préstamo de 15.000 dólares y los utiliza para comprar 1.500 acciones a la empresa. Las modificaciones financieras que aparecen en la empresa como consecuencia de la operación de ESOP quedan reflejadas en la tabla 3⁷⁴.

⁷³ ADAMSON, S.R., "The ESOP as an employee benefit: Its impact on firm value", *Benefits Quarterly* V.9, n°2, Second Quarter 1993, p. 57.

⁷⁴ Fuente tabla 3: WESTON, J.F.,..., *Mergers...*, p. 373, y elaboración propia.

TABLA 3: FINANCIACIÓN MEDIANTE UN ESOP APALANCADO.

1	AÑOS				
	0	1	2	3	4
2	DATOS DEL ESOP				
3	Nomina del ESOP	12.000	14.000	16.000	18.000
4	Devol. máx. ppal. ¹	3.000	3.500	4.000	4.500
5	Deuda pendiente	12.000	8.500	4.500	-
6	ESTADO DE RENTAS				
7	B.A.I.I.	10.000	11.000	12.000	13.000
8	Contribuciones ESOP	1.500	1.200	850	450
	-intereses-				
9	Contribuciones ESOP	<u>3.000</u>	<u>3.500</u>	<u>4.000</u>	<u>4.500</u>
	-principal-				
10	B.A.I.	5.500	6.300	7.150	8.050
	(7-8+9)				
11	Imptos s/benef. al 40%	<u>2.200</u>	<u>2.520</u>	<u>2.860</u>	<u>3.220</u>
12	Beneficios netos -	3.300	3.780	4.290	4.830
	según libro imptos				
12A	Beneficio neto - actual	6.300	7.280	8.290	9.330
	(9+12)				
13	Benef. neto acumulado	6.300	13.580	21.870	31.200
	actual				

¹ La devolución de principal máxima es del 25% sobre las nóminas del ESOP, por éste el montante máximo de las contribuciones.

TABLA 3: CONTINUACIÓN

AÑOS						
1	0	1	2	3	4	
14	CAPITALIZACIÓN					
15	Deuda a L/plz.	15.000	12.000	8.500	4.500	-
16	Capital Social	25.000	31.300	38.580	46.870	56.200
	(13 +)					
17	Obligaciones	(15.000)	(12.000)	(8.500)	(4.500)	-
	del ESOP					
18	Capital neto	10.000	19.500	30.080	42.370	56.200
	valor contable					
	(16 - 17)					
19	Capital total	25.000	31.300	38.580	46.870	56.200
	(15 + 18)					
20	Acc. ordinarias	2.500	2.800	3.150	3.550	4.000
21	Aumento de acc.		300	350	400	450
22	Porcentaje acc.	100%	89%	79%	70%	62,5%
	propd. acctas.					
23	Capital acum. en		300	650	1.050	1.500
	acc. por el ESOP					
24	% de capital del ESOP		11%	21%	30%	37,5%
	pertenec. a					
	los propietarios					
25	Capital del ESOP (24 * 16)		3.443	8.102	14.061	21.075
	valor contable					
26	Imptos. acum. pagados		2.200	4.720	7.580	10.800

La estructura seguida en la tabla 3 es semejante a las anteriores pero se le ha añadido un número previo a cada cuenta para su mejor búsqueda y análisis. Analizando la tabla 3, se observa que se distribuye en tres partes principales. En la línea 2, comienzan los datos del ESOP que abarcan los números 3, 4 y 5. En la línea 6, se inicia el estado de rentas y va de la línea 7 a la 13. La tercera parte de la tabla examina la capitalización desde la línea 14 a la 26.

Se comienza el estudio de éste tipo de financiación revisando los datos del ESOP. El primer dato a mencionar corresponde a la línea 3 que proporciona la cantidad total de nóminas del ESOP, es decir, el montante que la empresa ha de pagar en concepto de sueldos y salarios a los trabajadores de la empresa que son participantes del ESOP. Esta información es útil en un doble sentido: por un lado, para determinar el volumen máximo⁷⁵ de contribuciones que la empresa puede pagar al ESOP, que se sitúa en un

⁷⁵

BERKA, J.W., "Winning the ESOP is no fable", *Life Association News* V.89, n°4, April 1994, p. 90.

25%⁷⁶ de los sueldos de los trabajadores; por otra parte, para poder aplicar la regulación referente a las deducciones fiscales⁷⁷ por realizar las contribuciones.

La línea 4, determina la cantidad máxima que el ESOP puede reembolsar de principal del préstamo. Esta cantidad es como máximo el 25% de las nóminas, puesto que la devolución del principal ha de realizarse con las contribuciones que la empresa realiza al ESOP, por lo que para obtener la línea 4, se ha calculado el 25% de la línea 3. La línea 5 muestra la deuda pendiente sobre los 15.000 dólares de préstamo realizado al ESOP al final de cada año, es decir, una vez restados el servicio de la deuda compuesto por el pago del principal y los intereses de cada período.

El estado de rentas, la segunda parte de ésta

⁷⁶ El 25% de los sueldos es la cantidad máxima que la empresa puede deducirse en concepto de contribuciones, si bien puede realizar contribuciones extras que no sean fiscalmente deducibles para la empresa, incluso propuestas por los trabajadores, que verán reducidos los salarios. Véase, LAMMERS, T., "Exit capital: The perfect buyers", ..., p. 50.

⁷⁷ GLEESON, R., "Employee share plans: On or off?", Australian Accountant V.63, n°11, Dec. 1993, p. 43.

tabla, comienza en la línea 6. La línea 7, muestra los beneficios brutos de explotación o beneficios antes de intereses e impuestos (B.A.I.I.). Comparando con las tablas anteriores, tablas 1 y 2, el B.A.I.I. no se modifica. Sin embargo ahora se deducen del B.A.I.I. no sólo los intereses del préstamo como ocurría en la tabla 2, sino que también son gastos fiscalmente deducibles las contribuciones al ESOP aplicadas a la devolución del principal. Los beneficios antes de impuestos son, como consecuencia de las deducciones de intereses y de las contribuciones, los más bajos de los tres ejemplos (línea 10). Asimismo, los impuestos sobre los beneficios también son los más bajos, aunque el tipo impositivo sea el mismo, el 40% (línea 11). Por otra parte, la línea 13 muestra como el beneficio neto acumulado es también el más alto de los tres ejemplos debido a los ahorros fiscales⁷⁸.

La tercera parte de la tabla 3 nos muestra los efectos de la capitalización. Ya se han analizado las diferencias entre la financiación mediante deuda y

⁷⁸

MANO, R.M., DEPPE, E.D., AND JORGENSEN, J.L., "The ESOP fable: ESOPs and pre-ERISA problems", *Ohio CPA Journal* V.52, n°1, Feb. 1993, p. 10.

la emisión de capital respecto a éste punto. Aquí se especifica la deuda a largo plazo (línea 15) contraída por el ESOP y la forma en que ésta se va devolviendo. El Capital Social (línea 16) aumenta en proporción a los beneficios netos acumulados (línea 13). La línea 20 determina el número de acciones ordinarias existentes al final del año cero con un total de 2.500 acciones; a medida que van pasando los años, se van transfiriendo⁷⁹ acciones a los trabajadores en base a las cantidades que el ESOP devuelve del principal del préstamo. Al final del cuarto año hay un aumento total de 1.500 acciones ordinarias (el préstamo era de 15.000 dólares), de forma que el porcentaje de propiedad de los accionistas iniciales es del 62,5%, al igual que en el caso de financiación mediante aumento de Capital Social (tabla 1), asumiendo que las acciones se transfieren con las mismas bases⁸⁰ cada año.

⁷⁹ YOUNG, C.K., "What's the right Black-Scholes value?", *Financial Executive* V.9, n°5, Sep./Oct. 1993, p. 59.

⁸⁰ La base para la transmisión de acciones a las cuentas de los empleados en un ESOP son las cantidades que el ESOP utiliza para devolver el principal del préstamo. Por ejemplo: línea 4, devolución de principal en el año 1: 3.000 dólares; línea 21, aumento de acciones año 1: 300 acciones.

Para realizar éste análisis se ha considerado la tesis defendida entre otros por R.S. Socol y G.K. Gregory⁸¹ sobre la valoración de las acciones: se valoran las acciones vendidas al ESOP a un precio igual al valor nominal⁸² de las mismas, es decir, a 10 dólares por acción⁸³. De aquí se deriva una de las más importantes ventajas de la financiación mediante un ESOP apalancado que consiste en que si los fondos del ESOP que se aumentan mediante las contribuciones de la empresa se invierten de forma productiva, y por tanto el valor de las acciones aumenta, se podrá transferir a los participantes del fondo un menor número de acciones; puesto que lo que se distribuye entre los participantes del ESOP es un porcentaje de sus nóminas en forma de títulos de la empresa. Como consecuencia, el porcentaje de acciones de los antiguos propietarios podría ser mayor al 62,5%, y la dilución de su participación menor.

⁸¹ SOCOL, R.S., AND BROWN, G.K., "The Kroy decision: ESOP advisers must do their homework", *Mergers & Acquisitions* V.28, n°5, Mar./Apr. 1994, p. 30.

⁸² GARBER, S.D., "Using the litigation club in fair value enforcement", *Mergers & Acquisitions* V.28, n°5, Mar./Apr. 1994, p. 12.

⁸³ El valor nominal o facil de una acción no tiene porque ser igual a su valor contable.

Comparando con la financiación mediante aumento de capital, la financiación mediante el ESOP apalancado permite transferir acciones en base a los futuros precios de mercado que serán previsiblemente mayores. En éste caso, la devolución de principal es un gasto fiscalmente deducible y por tanto se ahorran impuestos. Como consecuencia de los ahorros fiscales los beneficios netos actuales (línea 12A) son superiores y el capital total (línea 19) es superior al final de los cuatro años respecto a la tabla 1.

Para analizar la tercera forma de financiación, podría utilizarse ejemplos más complicados que tuviesen en cuenta un mayor número de variables. Analicemos dos breves ampliaciones sin entrar en detalles:

- * Podría suceder que las salidas de dinero del ESOP apalancado representadas por los gastos de intereses y la devolución de principal, fuesen un sustituto de las pensiones⁸⁴ que de otra forma tendría que pagar la empresa. En ésta situación,

⁸⁴ OSTUW, R., "Retiree health account explored as DDB variation", *Pension World* V.29, nº7, Jul. 1993, pp. 32-33.

las ventajas económicas del ESOP son aún mayores.

- * Podría suceder que el tipo de interés pagado a los prestamistas reflejase, en todo o en parte, las ventajas fiscales que permiten a la entidad prestataria excluir el 50% de los ingresos del préstamo al ESOP, es decir, los intereses del préstamo, del total de ingresos fiscalmente imputables. Esta situación puede hacer que los intereses del préstamo pedido por un ESOP apalancable sean inferiores a los que se tendrían que pagar si el método de financiación utilizado fuese la deuda.

Para concluir la comparación del ESOP como fuente de financiación es preciso recordar ciertos puntos ya analizados⁸⁵ a lo largo del trabajo, que muestran algunas ventajas y desventajas de éste método frente a otras alternativas:

⁸⁵

Ver en el capítulo 4: "Finalidades de los ESOPs", el punto 4.5.: Estrategia del accionista mayoritario.

1) El control de las acciones en poder del ESOP:

Existe una fuerte controversia a éste respecto, si bien la corriente más difundida agrupa a aquellos autores⁸⁶ que argumentan que los directivos de la empresa patrocinadora son, en última instancia, los poseedores de las acciones del ESOP, de forma que dichas acciones están en manos "amistosas" en lo referente al control. Por otra parte, las acciones técnicamente pertenecen a cada trabajador de forma individual si están distribuidas, pero cabe la posibilidad de que si hay un sindicato⁸⁷ que respalde las actuaciones de los trabajadores, exista siempre el riesgo de que los trabajadores, con o sin el sindicato, utilicen el voto de sus acciones de forma que puedan crear conflictos de intereses con la gerencia.

⁸⁶ BLAIR, M.M., "Corporate "ownership"", *Brookings Review* V.13, n°1, Winter 1995, p. 16.

HARRIS, C., "What does privatisation mean to employees?. A study of two water PLCs.", *Management Research News: MRN* V.17, n°7,8,9, MCB University Press Ltd 1994, p. 128.

⁸⁷ CAMERON, D., "United we stand", *Airfinance Journal* n°159, Feb. 1994, p. 22.

WICHMAN, A., "Occupational differences in involvement with ownership in an airline employee ownership program", *Human Relations* V.47, n°7, July 1994, p. 829-846.

Un ejemplo típico sobre éste posible conflicto de intereses lo protagonizó la empresa POLAROID cuando los trabajadores del ESOP que ésta había establecido, se opusieron a una OPA de forma mucho más radical⁸⁸ que la propia gerencia de la empresa⁸⁹. Cuando un ESOP posee más del 15% de los derechos de voto de la empresa⁹⁰ puede bloquear un intento de OPA. Cuando los ESOPs se utilizan como defensa anti-OPA, los trabajadores deben estar de acuerdo con la gerencia puesto que pueden ser necesarias medidas de reestructuración en la empresa entre las cuales puede estar incluso la reducción de la plantilla.

2) El ESOP es una forma de dilución económica:

El ESOP es un instrumento que permite transferir riqueza de los accionistas a los trabajadores. En

⁸⁸ EISMAN, R., "Who's the boss?", *Incentive* V.168, n°10, Oct. 1994, p. 23.

⁸⁹ GARBER, S.D., "Using the litigation club in fair value enforcement", ..., p. 32.

⁹⁰ MANO, R.M., AND DEPPE, E.D., "The ESOP fable. Employees beware!", ..., p. 45.

realidad⁹¹, puede no producirse un incremento de riqueza, ni siquiera por el trabajo realizado por los trabajadores, sino que se produce una transferencia de capital de los antiguos accionistas a los nuevos, lo que provoca una dilución económica en las cuentas de los primeros.

Sabemos que el ESOP es una forma de plan de contribución que puede sustituir⁹² al plan de pensiones existente en la empresa. En ésta situación, si las aportaciones que la empresa realiza al ESOP no se compensan con ciertas aportaciones a otros planes, o directamente con reducciones en los salarios de los empleados, los trabajadores obtienen ganancias con la operación a expensas de los antiguos accionistas, por lo que estos sufren dilución en su participación en el capital de la empresa.

⁹¹ LEE, S.A., "ESOP is a powerful tool to align employees with corporate goals", ..., p. 42.

⁹² LABORWIT, ED., "How Hasbro successfully merged several benefit plans", *Pension World* V.30, n°2, Feb. 1994, pp. 29-33.

En éstas circunstancias, el precio al que el ESOP compra acciones a la empresa debe estar cargado con una prima para evitar la dilución económica. El Ministerio de Trabajo o *Department of Labor* (DOL) vigila los precios y la prima de las acciones en la compra para evitar que se produzca por un lado la dilución, y por otro, el abuso en el pago de la prima⁹³. Aunque para la mayoría de los autores la existencia de dilución económica es un problema que aparece con la creación de un ESOP, existen también autores como J.K. Thompson⁹⁴ para los que el ESOP precisamente elimina éste problema frente a otros planes de acciones para los trabajadores, argumentando que en éste caso no es obligatorio la emisión de nuevas acciones. Por el contrario, el ESOP⁹⁵ puede comprar acciones ya emitidas directamente del mercado o a la propia empresa y distribuir éstas acciones entre los

⁹³ GARBER, S.D., "Using the litigation club in fair value enforcement", ..., p. 32.

⁹⁴ THOMPSON, J.K., "Promotion of employee ownership through public policy: The British example", *Journal of Economic Issues* V.27, n°3, Sep. 1993, p. 839.

⁹⁵ Fondo del ESOP o Trust.

trabajadores participantes del plan. Por tanto, podemos decir que existirá dilución económica para los antiguos accionistas cuando la empresa necesite emitir acciones para venderlas al ESOP.

La discusión también se basa en que ningún préstamo pedido directamente por el ESOP utiliza realmente la capacidad crediticia de la empresa patrocinadora. El ESOP sólo utiliza la capacidad crediticia de la empresa en los préstamos respaldados⁹⁶, es decir, aquellos préstamos que la empresa pide a una institución financiera con su propia capacidad crediticia y posteriormente, presta ese dinero al ESOP con la garantía de las acciones que éste compra. Estos préstamos pueden ser sustituidos por otras formas de crédito que la empresa puede utilizar.

3) El traspaso de acciones a los trabajadores:

El traspaso de acciones a los trabajadores puede llegar a ser una desventaja de los ESOP a pesar de

⁹⁶ KAPLAN, J., "How to lend to ESOP borrowers", ..., p. 22.

los ventajas fiscales. Pueden aparecer problemas cuando las acciones compradas por el ESOP a la empresa aún no están en poder de los trabajadores, es decir, aún no han sido asignadas y distribuidas a las cuentas de los trabajadores, que son los verdaderos propietarios de las acciones, y el ESOP utiliza los derechos de dichas acciones. Esto ocurre cuando el ESOP apalancado no ha devuelto por completo el préstamo para la compra de las acciones. A medida que se devuelve el principal y los intereses del préstamo, las acciones son liberadas⁹⁷ y asignadas a las cuentas de los participantes. En éstas circunstancias el ESOP es el propietario de dichas acciones prácticamente a todos los efectos como indica S. Burzawa⁹⁸. Incluso para C.E. Wert⁹⁹, el ESOP ostenta el derecho al voto, y la propiedad de los dividendos

⁹⁷ YOUNG, C.K., "What's the right Black-Scholes value?", ..., p. 59.

⁹⁸ BURZAWA, S., "Employee ownership = governance: Panel", *Employee Benefit Plan Review* V.48, n°2, Aug. 1993, p. 33.

⁹⁹ Charles E. Wert, es vicepresidente de la empresa U.S. TRUST COMPANY OF CALIFORNIA, dedicada a la instalación de ESOPs.
Ver, BURZAWA, S., "Employee ownership = governance: Panel", ..., p. 33.

sobre las acciones no distribuidas¹⁰⁰ al amparo de la Norma ERISA Sec. 405 (c) (1).

Por otra parte, el que las acciones distribuidas estén en manos de los trabajadores, tiene ciertas ventajas algunas de ellas ya indicadas, como la presión frente a una OPA hostil¹⁰¹. Asimismo es interesante para los trabajadores la posibilidad de vender las acciones en su poder a precios superiores a lo largo de los años a medida que el ESOP contribuye a crear mayores beneficios a través de las ventajas fiscales. La posesión de acciones por parte de los trabajadores es un excelente vehículo de motivación y de incremento de la productividad como muestran la gran variedad de estudios realizados en éste campo entre otros por M. Aiken y G. Hage¹⁰², A. Wichman¹⁰³, etc.

¹⁰⁰ STULZ, R.M., "Managerial controlling of voting right, financial policies and market for corporate control", *Journal of Financial Economics* n°20, 1988, pp. 25-54.

¹⁰¹ ADAMSON, S.R., "The ESOP as an employee benefit: Its impact on firm value", ..., p. 54.

¹⁰² AIKEN, M. AND HAGE, G., "Organizational alienation: A comparative analysis", *American Sociological Review* n°31, 1966, pp. 497-507.

Queda patente con éstos tres ejemplos relativos a distintos tipos de financiación en la empresa, que el ESOP proporciona ciertas ventajas respecto a los métodos tradicionales de financiación: sustituto de las pensiones, reducción en los tipos de interés e los préstamos, deducciones fiscales por las contribuciones al ESOP, motivación de los trabajadores al ser propietarios, incremento de la productividad en la empresa, etc.

A pesar de todas las ventajas de uno y otro método, debemos recordar que la financiación no es un capítulo independiente del normal funcionamiento de la empresa y que por lo tanto, los distintos métodos de financiación se entrecruzan a lo largo de la vida de la misma, siendo difícil la valoración de las fuentes de forma separada.

6.- LOS ESOPs COMO MEDIO DE CREACIÓN DE RIQUEZA.

Uno de los debates más duros dentro del mundo de los negocios y en concreto en el ámbito del control y gobierno de las empresas, se centra en el significado de la palabra "propietario". La creciente importancia y preocupación sobre la idea de propiedad, se refleja en la abundante literatura escrita al respecto¹, como respuesta a una serie de hechos que han motivado la

¹ JENSEN, M., AND MECKLING, W., "The theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics* n°3, 1976, pp. 305-360.
MCCONNELL, J., AND SERVAES, H., "Additional evidence on equity ownership and corporate values", *Journal of Financial Economics* n°27, 1990, pp. 595-612.
LONG, R., "Expanded ownership: Its importance to the free enterprise system", *Congressional Record* V.127, n°50, March 27, 1981.
ALENDER, K.O., "Worker ownership and participation in the context of social change: Progress is slow and difficult, but it need not wait upon massive redistribution of wealth", *American Journal of Economics and Sociology* n°44, 1985, pp. 337-347.

necesidad de delimitar dicho concepto: las reestructuraciones empresariales en general, y en concreto las fusiones y adquisiciones de empresas; los cambios políticos en ciertos países (como por ejemplo, el desmembramiento de los países de la antigua Unión Soviética en el invierno de 1990); cambios económicos respecto a la aparición de nuevos sectores productivos o la asunción de economías de escala; cambios sociales en general y en concreto respecto a las nuevas vías de motivaciones de los trabajadores y de incentivos para los ejecutivos y los trabajadores², etc.

Dentro de éste contexto, lo primero es establecer de quién es la empresa. La concepción tradicional de propiedad a la que se está volviendo hoy en día, considera que "los propietarios de una compañía son aquellos individuos e instituciones que poseen las acciones de la empresa", como indica M.M. Blair³. El instrumento objeto de nuestro estudio se encuadra

² GLESSON, R., "The new professionals: new incentives", *Australian Accountant* V.63, n°8, September 1993, pp. 46-48.

³ BLAIR, M.M., "Corporate "Ownership"", *Brookings Review* V.13, n°1, Winter 1995, p. 16.

perfectamente dentro de éste análisis. Los ESOPs son una de las distintas formas de acceso a la propiedad de la empresa por parte de los trabajadores. Para T.S. Frost⁴, los *employee stock ownership plans*⁵ se definen como planes de contribución⁶, configurándose como planes de gratificación de acciones o una combinación de planes de gratificación de acciones y planes de reparto de beneficios⁷, los cuales están diseñados para invertir principalmente en las acciones de la empresa patrocinadora del fondo o ESOP.

En base a ésta definición, los ESOPs son un mecanismo legal establecido en los Estados Unidos bajo los auspicios del Acta ERISA⁸ en 1974, por el que los propietarios o directivos de una empresa pueden

⁴ FROST, T.S., "ESOP update", *D&B Reports* V.40, n°6, Nov./Dec. 1992, p. 48.

⁵ BLOCK, S.B., "The advantages and disadvantages of ESOPs: A long-range analysis", *Journal of Small Business Management*, USA, Jan. 1991.

⁶ KAPNER, S., "Employee-friendly Brew Moon will offer stock options", *Nation's Restaurant News* V.28, n°46, November 21, 1994, p. 22.

⁷ Véase el capítulo 2: "Definición y naturaleza de los ESOPs".

⁸ El Acta ERISA regula la creación y desarrollo de los ESOPs, si bien su origen data de los años cincuenta.

compartir la propiedad de la misma con los trabajadores e incluso transferirla íntegramente. Los márgenes de participación de los trabajadores dentro de una empresa varían desde unos mínimos del 5%-10% al máximo 100% de la propiedad⁹. Existen distintas formas por las que una empresa puede transferir acciones de los propietarios a los trabajadores de la empresa a través del ESOP, incluyendo una nueva emisión de acciones o la compra de acciones directamente en el mercado¹⁰.

Antes de centrarnos en cómo un ESOP crea riqueza para la empresa, y por lo tanto para sus accionistas, a través de la maximización del valor de mercado de las acciones, veamos la evolución de la idea de propiedad, y como ésta permite la creación de riqueza no sólo en las empresas, sino también en la economía en su conjunto.

⁹ THOMPSON, J.K., "Promotion of employee ownership through public policy: The British example", *Journal of Economic Issues* V.27, n°3, Sep. 1993, p. 825.

¹⁰ EGGERS, W.D., AND O LEARY, J., "Overcoming public employee opposition to privatisation", *Business Forum* V.19, n°1,2, Winter/Spring 1994, pp. 16-19.

6.1.- LA PROPIEDAD EN LA EMPRESA.

Poseer algo normalmente significa tener ciertos derechos y obligaciones respecto a esa propiedad, siempre que se esté hablando de bienes reales o de activos tangibles. Las acciones¹¹ son una parte alícuota¹² del Capital Social de una empresa, por lo que son un activo que confiere a su poseedor derechos a la vez que obligaciones.

Entre los derechos propios asociados a la propiedad, incluida la propiedad de títulos valores¹³, están los de posesión del activo, utilización en cualquier forma que no esté expresamente prohibida, el derecho a recibir cualquier rendimiento que genere el bien, la participación en el patrimonio resultante de la liquidación o venta, así como la responsabilidad de asumir ciertos riesgos asociados con la posesión y

¹¹ RIVERO, J., *Contabilidad de Sociedades*, Ed. Trivium, Madrid 1986, p. 35.

¹² SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L., Y GALLEGÓ DÍEZ, E., *Enfoque y Desarrollos Prácticos del Nuevo Plan de Contabilidad*, Banco Central Hispano, Madrid 1993, p. 67.

¹³ SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid 1985, pp. 176-178.

control del activo. Los valores mobiliarios poseen además, otros derechos asociados como son el derecho de voto en las Juntas Generales, no siendo necesariamente una acción un voto¹⁴, o el derecho preferente de suscripción en la emisión de nuevas acciones.

Queda claro que, en base a ésta concepción de propiedad, la empresa es de los accionistas. Ahora bien, ¿de quién es la empresa que tiene un ESOP?. Para H. Lyons¹⁵ la idea de propiedad en un ESOP es un concepto muy "abstracto" para los trabajadores. Para contestar correctamente la pregunta han de diferenciarse tres situaciones distintas. Antes de que la empresa cree el fondo del ESOP el propietario será el poseedor de las acciones, es decir el que se ha definido como propietario individual, los accionistas o la propia empresa. Cuando la empresa crea el ESOP la

¹⁴ Comentario referente al Derecho Mercantil y a la L.S.A. realizado por el profesor Dn. L. VELASCO SAN PEDRO, en su conferencia "La tutela del accionista-inversor y la nueva legislación del mercado del valores", impartida el 4 de Julio de 1995, en el contexto de los Cursos de verano de la Universidad Complutense, dentro del curso "Las Grandes Sociedades Cotizadas en Bolsa, Control Externo y Protección de Accionistas-Inversores", celebrado en San Lorenzo del Escorial.

¹⁵ LYONS, H., "Extending the family", *D&B Reports* V.42, nº4, Chicago, Jul./Aug. 1993, p. 23.

situación varía.

Mediante la creación del ESOP, los derechos y responsabilidades asociados a las acciones se transfieren a los trabajadores participantes del fondo, pero éstos sólo podrán ejercer los derechos sobre las acciones que estén depositadas en las cuentas individuales de cada empleado. Los trabajadores participantes en el ESOP no podrán ejercer los derechos sobre las acciones que se encuentren en la cuenta en suspenso¹⁶, por ejemplo, el derecho a voto o el reparto de dividendos¹⁷. Recordemos que las acciones van siendo liberadas y asignadas a las cuentas individuales de los trabajadores a medida que el ESOP devuelve el préstamo pedido para la compra de las acciones¹⁸ si se trata de un ESOP apalancado, o cuando la empresa realiza contribuciones al fondo en acciones o en dinero para la

¹⁶ Se encuentran depositadas en una "cuenta en suspenso", aquellas acciones que aunque han sido compradas por los trabajadores a través del fondo, aún no han sido asignadas y distribuidas a las cuentas particulares de los participantes.

¹⁷ MARTIN, D.D., "How small business can gain advantages from ESOPs", *National Public Accountant* V.39, n°2, Feb. 1994, p. 23.

¹⁸ KAPLAN, J., "How to lend to ESOP borrowers", *Commercial Lending Review* V.8, n°4, Fall 1993, p. 23.

compra de más acciones de la empresa, en el caso de un ESOP no apalancado.

La tercera situación aparece cuando todas las acciones compradas por el ESOP han sido asignadas, liberadas y depositadas en las cuentas particulares de cada participante en la operación¹⁹. Una vez que los trabajadores disponen de sus acciones, éstos podrán ejercer todos sus derechos, con las restricciones marcadas por la ley²⁰, en función del porcentaje de participación en el Capital de la empresa, es decir, en función del número de acciones en su poder y por lo tanto, de su participación en la propiedad de la empresa.

Las razones por las que el propietario o la empresa desean deshacerse de todo o parte del control y la propiedad de la empresa, y entregarla en nuestro

¹⁹ Desde el momento en que las acciones son depositadas en las cuentas individuales de los trabajadores, el fondo ya no ostenta la propiedad de las mismas, si bien continúa gestionando las cuentas individuales que se encuentran depositadas en el ESOP.

²⁰ COYNE, C.E., "ESOPs benefit agencies, employees", *National Underwriter* V.97, n°3, Jan. 18, 1993, pp. 28-29.

caso a los trabajadores, son muy variadas como ya se ha analizado en éste trabajo²¹. Entre las razones más importantes destacamos la necesidad de la empresa de aumentar sus fondos para la expansión²² siendo una fuente importante de financiación, la creación de un mercado para las acciones del antiguo propietario²³, puede convertirse en una estrategia del accionista mayoritario²⁴, la venta de las acciones y de la empresa a los trabajadores²⁵, el leveraged buyout²⁶ o compra de la empresa mediante el apalancamiento financiero²⁷ o su

²¹ Véase el capítulo 3: "Finalidades de los ESOPs".

²² STOREY, M.J., "When the workers are owners", *Success* nº1, Feb. 1995, USA, p. 14.

²³ LAMMERS, T., "Exit capital: the perfect buyers", *Goldhirsh Group Inc.* V.16, nº2, Feb. 1994, pp. 49-53.

²⁴ JUREK, W., "Airlines and employee ownership", *Corporate Growth Report* nº775, Jan. 3, 1994, p. 7028.

²⁵ SUNOO, B.P., "1994 Personnel Journal 100: Employee ownership flies", *Personnel Journal* V. 73, nº12, Dec. 1994, p. 62.

²⁶ MASCAREÑAS PERÉZ-IÑIGO, J., *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, McGraw-Hill, Madrid 1992, pp. 137-176.

²⁷ MASCAREÑAS PERÉZ-IÑIGO, J., "La compra con apalancamiento", *Actualidad Financiera* nº13, 27 de marzo - 2 de abril de 1989, pp. 919-948.

utilización como defensa anti-OPA²⁸. Todas estas razones se convierten en finalidades para establecer un ESOP, si bien no se suele realizar un ESOP con una sola finalidad, sino que la utilización conjunta de las mismas potencia los mejores resultados de la operación.

Un caso muy clásico en el que los propietarios desean dividir los derechos y responsabilidades es en las sociedades anónimas y principalmente en las grandes sociedades que cotizan en Bolsa. Bajo la concepción tradicional de propiedad los directivos controlan las decisiones del día a día, mientras que los accionistas, que son individuos distintos de los directores, proporcionan el capital y asumen ciertos riesgos, de forma que hacen posible que la empresa reciba mayores cantidades de dinero que si el capital sólo se aumentara con la creación de riqueza por la labor de los directivos.

Como compensación a la contribución de

²⁸ GARBER, S.D., "Using litigation club in fair value enforcement", *Mergers & Acquisitions* V.28, nº5, Mar./Apr. 1994, p. 32.

capital a la empresa, los accionistas reciben la seguridad de ostentar ciertos derechos no sólo sobre las acciones, sino principalmente sobre los beneficios futuros, así como la posibilidad de elegir a los directores. Sin embargo, en las grandes sociedades aunque la empresa esté constituida por acciones y los accionistas sean los propietarios, éstos no poseen los derechos directos sobre los bienes tangibles o intangibles de la empresa, aunque controlen dichos activos, ni tampoco tienen el control sobre las decisiones realizadas por los directivos.

Incluso, aunque técnicamente posean estos derechos, los accionistas de grandes empresas, coticen o no en Bolsa, que suelen ser muchos en número, se vuelven anónimos para la dirección²⁹, por lo que resulta muy difícil que ejerzan cierto tipo de derechos sobre sus acciones. Los accionistas también tienen el derecho de "responsabilidad limitada", lo cual significa que

29

Comentario realizado por L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, en su conferencia "La Sociedad Anónima Cotizada como Tipo de Sociedad" impartida el 3 de Julio de 1995, en el contexto de los Cursos de verano de la Universidad Complutense, dentro del curso "Las Grandes Sociedades Cotizadas en Bolsa, Control Externo y Protección de Accionistas-Inversores", celebrado en San Lorenzo del Escorial.

los accionistas de forma personal no son responsables de las deudas de la empresa.

Todo lo que se acaba de exponer sobre las grandes sociedades es perfectamente compatible con la idea inicial de que los accionistas son los propietarios de las acciones y de la empresa. Sin embargo, los derechos asociados a las acciones se diluyen en las grandes empresas, de forma que dichos accionistas ostentan y ejercen los derechos y responsabilidades asociados a sus acciones de distinta forma que aquellos propietarios de pequeñas sociedades, tanto si cotizan como si no, y en las que poseen además el control.

En el caso de las grandes sociedades aparece una importante pregunta: si los accionistas no mandan en la empresa aunque sean sus propietarios, ¿Quién es realmente el dueño?. Esta pregunta refleja una cambiante concepción de lo que es una empresa, concepto que ha influido en los últimos años en las finanzas, en la economía y en el derecho. La idea generalmente aceptada es que las empresas deben ser consideradas

como un grupo de activos y pasivos que pertenecen en su conjunto a los accionistas, mientras que los directivos tienen su puesto en dirigir y controlar los activos de los accionistas.

En base a esta nueva concepción de la propiedad de la empresa, el objetivo tradicional de los directivos que era maximizar el valor de mercado de las acciones para sus propietarios se ve algo alterado. Bajo ésta nueva óptica pueden llegar a surgir fuertes disputas entre los directivos de la empresa y los accionistas respecto a lo que los directivos dicen que hay que hacer y lo que los accionistas desean hacer. Esta idea queda reflejada en el concepto de la "teoría de la agencia"³⁰: "se produce un divorcio entre la propiedad y la gestión, quedando ésta última bajo la responsabilidad de unos agentes delegados (los directores), cuyo interés no siempre coincide con el de los dueños (conflictos de agencia). El gobierno de la empresa se ocupa de resolver este conflicto al menor

³⁰

JENSEN, M., AND MECKLING, W., "Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics* V.3, Oct. 1976, pp. 308-360.

coste posible, mediante incentivos que lleven a los administradores a adoptar decisiones que maximicen el valor de la empresa".

Para solucionar estas posibles diferencias, se pueden establecer ciertos acuerdos entre los directivos y la empresa encaminados a acercar más los intereses de uno y otro grupo, de forma que se eliminen los denominados "costes de agencia". Algunas de las formas más importantes de incentivos³¹ para ejecutivos³² se han analizado en el capítulo 2³³: los planes de opciones sobre acciones para la gerencia³⁴ (ISOs), los planes de opciones sobre acciones no cualificadas³⁵ (NQOs), los planes de derechos sobre la revalorización

³¹ BRIGHAM, E., AND GAPENSKI, L., *Financial Management*, Dryden Press, Chicago 1988, pp. 13-19.

³² *The Internal Revenue Code Sec. 422*, regula los programas de incentivos para ejecutivos.

³³ Véase el Capítulo 2: "Definición y Naturaleza de los ESOPs".

³⁴ HAMMER, T., "Risk-free incentive contracts: Eliminating agency cost using option based compensation schemes", *Journal of Accounting and Economics* n°16, Oct. 1993, pp. 447-473.

³⁵ WILSON, B., "RRA prompts fresh look at ISOs for corporate executives", *Tax Adviser* V.25, n°3, Mar. 1994, pp. 153-155.

de las acciones³⁶ (SARs), etc³⁷.

Se eliminan o no los costes de agencia, la nueva concepción de propiedad en la empresa avanza sobre la idea tradicional, si bien mantiene que en última instancia, los propietarios de las acciones serán los individuos poseedores de los activos y pasivos de la empresa, y por tanto sus accionistas. La respuesta a la incógnita que se ha de solventar a lo largo de estas líneas va a permitir determinar de quién es realmente la empresa, de quién es la empresa con un ESOP, quién la gobierna y dirige (los accionistas-trabajadores o los directivos), y si el ESOP es capaz de generar y aumentar la riqueza de la empresa para todos los individuos y organizaciones relacionadas con ella y principalmente para sus propietarios los accionistas, y para la economía en su conjunto.

³⁶ MATSUNAGA, S.R., "The effects of financial reporting cost on the use of employee stock options", *The Accounting Review* V.70, n°1, Jan. 1995, p. 2.

³⁷ LONG, M.S., "The incentives behind the adoption of executive stock option plans in the U.S. Corporations", *Financial Management* V. 21, n°3, Autumn 1992, pp. 12-21.

6.2.- LA EMPRESA Y LOS ESOPs COMO CREADORES DE RIQUEZA.

Desde el punto de vista económico A. Suárez³⁸ define la empresa "como un conjunto de factores productivos coordinados, cuya función es producir y cuya finalidad viene determinado por el sistema de organización social y económico en que se halle inmersa". La concepción de empresa como unión de activos y pasivos es la idea que se ha utilizado en los últimos 15 años para determinar si ciertas transacciones como los *leveraged buyout*, las reestructuraciones empresariales o los cambios en la legislación respecto a la propiedad en las empresas son buenas o malas para la economía en general, si bien ésta concepción ha tenido un largo y cambiante proceso de transformación³⁹. Por ello "la empresa puede ser concebida como la unidad económica de producción cuyo fin u objetivo genérico es la consecución de valores añadidos utilizando para ello los factores disponibles

³⁸ SUÁREZ SUÁREZ, A.S., *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*, Ed. Pirámide, Madrid 1993, p. 21.

³⁹ Véase, "los modelos cambiantes de la empresa" en GARFIELD, C., *Los Trabajadores son lo Primero*, McGraw-Hill, Mejico 1992, pp. 17-23.

ó como una riqueza (patrimonio) destinada a la producción de renta (beneficio)⁴⁰"

La pregunta clave para la valoración de dichas transacciones consiste en ver que sucede cuando se anuncia el precio de la operación. Si consideramos la empresa como un conjunto de activos que pertenecen a los accionistas, sean o no trabajadores de la empresa, y el precio de las acciones refleja perfectamente el valor para los accionistas de poseer dichos activos, entonces cualquier incremento en el precio de las acciones es, por definición, creador de riqueza para la economía en su conjunto.

Esta forma de pensar acerca de la manera en que la empresa realiza actividades que crean riqueza, y sobre ciertas transacciones y políticas que afectan a la riqueza, deja sin embargo a parte un aspecto importante que es precisamente la forma en que las empresas aumenta la riqueza.

40

RIVERO, P., *Análisis de Balances y Estados Complementarios*, Ed. Pirámide, Madrid 1988, p. 19.

Para empezar, y por la evolución del concepto de empresa, ésta no es sólo un conjunto de activos y pasivos como piensan algunos autores. Además de activos y pasivos, la empresa tiene una importante estructura legal que permite controlar las relaciones entre las parte que invierten en actividades creadoras de riqueza⁴¹. A éste respecto, es de suma importancia el dinero o capital aportado por los accionistas dentro del conjunto de todos los inputs. Pero la importancia de las aportaciones no se limita a los accionistas sino que se extiende a todos los interesados⁴² que son afectados por la organización y de quiénes ella depende de alguna manera. Nos estamos refiriendo a los proveedores, los clientes, los prestamistas y especialmente los trabajadores de la empresa que, en ocasiones, realizan inversiones en la empresa cuyo valor depende de su relación con la compañía.

⁴¹ A esta postura se la denomina "Teoría Contractual". Para más información véase, EMERY, D.R., AND FINNERTY, J.D., *Principles of Finance*, West Publishing Company, USA 1991, pp. 219-250. ARRUNADA, B., *Economía de la Empresa: Un Enfoque Contractual*, Ariel Economía, Barcelona 1990.

⁴² TOUBY, L., "Hot growth companies", *Business Week*, May 25, 1992, pp. 89-90.

Todas las aportaciones realizadas por los diferentes interesados en la empresa⁴³, contribuyen en mayor o menor medida a que ésta sea creadora de riqueza. Por ejemplo, los proveedores pueden construir una fábrica en un lugar concreto con el fin de suministrar sus productos a la empresa. Si los proveedores están cerca de la empresa, que es su cliente, podrán suministrar sus productos a un precio más barato que si tuviesen otra localización. Esta reducción en el precio de compra va a permitir a la empresa dar un mejor precio de venta de su producto o servicio, lo que redundará en más negocio y en un incremento de sus beneficios y su riqueza.

Los clientes⁴⁴, por su función característica de compra del producto terminado o del servicio de la empresa, permiten a la empresa desarrollar su

⁴³ En Estados Unidos se denomina *stakeholders* a todas las organizaciones y particulares vinculados de alguna forma a la marcha de la empresa: clientes, proveedores, accionistas, prestamistas, trabajadores, etc.

⁴⁴ McCARTHY, T.P., "The stock Incentive plan for the client. Who can't afford one", *Life Association News* V.87, n°10, Oct. 1992, pp. 95-97.

actividad⁴⁵. Los prestamistas, proporcionan a la empresa la posibilidad de endeudarse, posibilitando el apalancamiento financiero⁴⁶ para un mayor desarrollo de la empresa.

El caso de los empleados es algo más complejo. Las aportaciones realizadas por los trabajadores a la empresa pueden ser de carácter dinerario o no dinerario. Los trabajadores con más años de servicio en la empresa han desarrollado sus capacidades creando un capital humano que tiene una alta valoración para la empresa. También puede ocurrir que un grupo importante de empleados, cualificados o no, formen parte de un plan de transferencia de acciones a los trabajadores con lo que la aportación de los trabajadores a la empresa es de carácter dinerario, además de su relación laboral que es de carácter no dinerario. Cuando la empresa tiene constituido un ESOP, las aportaciones de los trabajadores se consideran a su

⁴⁵ HEIN, D.L., "Succession planning: The ESOP alternative", *Ohio CPA Journal* V.51, n°6, Dec. 1992, pp. 55-56.

⁴⁶ DIEZ DE CASTRO, I.T., Y MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., "El debate sobre el apalancamiento financiero", *Análisis Financiero* n°48, Julio 1989, pp. 5-12.

vez aportaciones de los accionistas.

Las aportaciones realizadas por los accionistas son de especial importancia dentro del conjunto de inputs que recibe la empresa. Estas aportaciones constituyen la principal inyección de liquidez en la constitución de la empresa, utilizándose dicho capital para la realización de inversiones productivas y financieras. Esto significa que cualquiera individuo o institución que realice una inversión en acciones está asumiendo el riesgo de que la inversión realizada se reduzca de valor si la empresa no va bien, por lo que en términos de la teoría de la selección de carteras de H. Markowitz⁴⁷ antes de realizar la compra de acciones deberá buscar aquella combinación de rendimiento-riesgo⁴⁸ más adecuada a sus preferencias⁴⁹.

⁴⁷ MARKOWITZ, H., "Portfolio selection", *Journal of Finance*, March 1952, pp. 77-91.

⁴⁸ J. TOBIN estudia la "teoría de la formación de carteras" y la "teoría del equilibrio en el mercado de capitales". Véase, TOBIN, J., "Liquidity preference as behavior toward risk", *Review of Economic Studies* V.26, n°1, 1958, pp. 65-86.

⁴⁹ MARKOWITZ, H., *Portfolio selection: Efficient diversification of investment*, John Wiley, N.Y., 1959.

Para A.D. Chandler Jr.⁵⁰, además de las inversiones productivas y financieras de la empresa, orientadas muchas veces a obtener economías de escala y, por tanto, obtener eficiencias del proceso productivo con el consiguiente incremento de riqueza, es indispensable la existencia de directivos capaces de añadir un valor específico al trabajo individual o colectivo de un conjunto de personas: "Chandler subraya el papel de los directivos hasta el punto de señalar que su actuación puede equipararse al papel de la mano invisible descrita por Adam Smith, con la diferencia de que los directivos constituyen una auténtica mano visible⁵¹".

Parece lógico que los individuos e instituciones que realizan aportaciones de diversa índole en la empresa intenten de alguna manera proteger la inversión realizada. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el valor de la empresa no sólo depende del

⁵⁰ CHANDLER, A.D.Jr., "Strategy and structure: Chapter in the History of the American Industrial Enterprise", Cambridge MA: The M.I.T. Press, 1962.

⁵¹ BALLARÍN, E., CANALS, J., Y FERNÁNDEZ, P., *Fusiones y Adquisiciones de Empresas. Un Enfoque Integrador*, Alianza Editorial, Madrid 1994, p. 37.

valor de sus activos, sino también del valor añadido por la utilización conjunta del capital humano de la empresa, así como de los factores productivos de la misma, lo que E. Ballarín, J. Canals y P. Fernández⁵² definen como las eficiencias derivadas del proceso productivo. El valor de la empresa depende, por tanto, de los flujos de caja que promete generar en el futuro, lo cual engloba todo lo expuesto: la eficiencia del proceso productivo a través de la utilización conjunta de todos los factores, la materialización de las inversiones productivas y financieras, la cualificación de los empleados y de su trabajo, la conflictividad social, la marcha de la economía en general, etc.

Este incremento de valor en la empresa por la utilización conjunta de los factores y del capital se denomina sinergia. Entendemos por "sinergia"⁵³ la situación en que la suma de las partes vale más que las partes consideradas separadamente. Los accionistas de

⁵² BALLARÍN, E., CANALS, J., Y FERNÁNDEZ, P., *Fusiones y Adquisiciones de Empresas. Un Enfoque Integrador*, ..., p. 38.

⁵³ MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, Ed. McGraw-Hill, Madrid 1992, p. 2.

la empresa pueden poseer los activos de la misma, son sus propietarios, pero estos activos valen menos si no los utiliza el personal adecuado, y los accionistas nunca podrán poseer éste capital humano, es decir, a los trabajadores, en términos de propiedad.

Como ya se ha comentado, si se analiza la situación de la empresa respecto a las inversiones específicas en ella realizadas, se ve que estas inversiones en muchas ocasiones las llevan a cabo los trabajadores y los directivos, los prestamistas, los proveedores, o cualquier otra persona o institución relacionada con la empresa, y que dichas inversiones, dinerarias o no dinerarias, tienen al menos tanto riesgo como las inversiones realizadas por los accionistas en la empresa. Todos aquellos que realizan inversiones específicas en las actividades de la empresa, presumiblemente las realizan con la idea de que serán compensados por realizar estas inversiones y asumir el riesgo que conlleva, con una parte del incremento de riqueza obtenido con la eficiente utilización de todos los recursos.

Un caso muy concreto respecto a lo que se acaba de exponer se refiere a los trabajadores. Algunos empleados que pasan la mayor parte de su vida en una empresa, actúan de ésta manera generalmente con la idea de que con el tiempo, podrán ganar más o tener más seguridad en el trabajo, o ambas cosas, quedándose en una sola empresa y acumulado los conocimientos que ésta le proporciona, en vez de cambiar frecuentemente de trabajo. Existen trabajos empíricos⁵⁴ que demuestran que los trabajadores que se mantienen por largo tiempo en una empresa, reciben mejores salarios que si se cambiaran frecuentemente de trabajo, a la vez que se reduce la posibilidad de despido respecto a los trabajadores que llevan menos años en la empresa.

Asimismo, algunos autores demuestran que una parte importante de la riqueza creada por las actividades de una empresa es "capturada" por los trabajadores fijos de esa empresa en forma de mejores

⁵⁴ JENSEN, M., AND MECKLING, W., "Rights and production functions: An application to labor-managed firms and codetermination", *Journal of Business* n°52, 1979, pp. 469-506.
BLASI, J. AND KRUSE, D., "Employee ownership and participation: trends, problems, and policy options", *The Journal of Employee Ownership Law and Finance* n°5, Spring 1993, pp. 41-73.

trabajos y sueldos. Esta acumulación del incremento de la riqueza de la empresa por su inversión específica en el capital humano en forma de mejores sueldos, mayores beneficios y mayor seguridad en el trabajo, puede ser considerada por los accionistas como un coste⁵⁵ que reduce su posibilidad de obtener rendimientos de la empresa.

Este problema puede atenuarse e incluso eliminarse a través de los ESOPs dependiendo del porcentaje de participación del ESOP en la propiedad de la empresa. Si la proporción es pequeña, el problema se mantiene. A medida que aumenta el porcentaje de participación de los trabajadores en la propiedad, el problema se atenúa hasta su desaparición cuando los trabajadores sean propietarios del 100% de las acciones.

Mediante los ESOPs los trabajadores también son accionistas, de forma que consiguen acumular la riqueza generada por la empresa de dos formas: por una

⁵⁵ RAO, R.K.S., *Financial Management: Concepts and Applications*, South-Western College Publishing, 3rd Edition, Cincinnati, Ohio, 1994, p. 29.

parte, si permanecen durante cierto número de años en la empresa, capturarán la riqueza generada por la empresa mediante mejores sueldos y mayores beneficios por el trabajo realizado; por otra parte, como accionistas recibirán los rendimientos de su inversión. Si los accionistas son a la vez trabajadores de la empresa verán compensado el menor rendimiento de su inversión financiera con la captura de la riqueza generada por la empresa a través de mejores salarios y mayores beneficios. De esta forma, mediante los ESOPs se reduce considerablemente la posibilidad de conflicto entre trabajadores y accionistas-propietarios.

Desde los años ochenta, dos hechos están haciendo que la concepción tradicional de propiedad y el modelo de crecimiento y progreso hasta aquí analizado esté desapareciendo. En primer lugar, nos referimos a la aparición de un gran número de instrumentos de reestructuración empresarial⁵⁶, entre los que cabe destacar el auge de las fusiones y adquisiciones de empresas, las ofertas públicas de

⁵⁶

ROWE, A., MASON, R., AND OTHERS, *Strategic Management: a methodological approach*, 4th edition, pp. 416-457.

adquisición de acciones (OPAS), las diversificaciones, los buyouts, ESOPs, etc. La importancia de estos nuevos instrumento reside en su impacto en los mercados de productos, el laboral, de servicios financieros y en el control y dirección de las empresas. Más en concreto, estos instrumentos tienen fuertes implicaciones en la eficiencia y en la productividad de las empresas, lo cual a su vez influye en la competitividad de las mismas.

La aparición de estos instrumentos ha hecho que la identidad de la empresa se vea debilitada. Es más, la constante amenaza de OPAS o cualquier otro tipo de ataque de los accionistas contra la dirección de la empresa, ha hecho que el valor de las acciones aumente y los beneficios para los accionistas también. Hoy en día, las presiones sobre la empresa para que ésta sea eficiente son beneficiosas, teniendo en cuenta que en los últimos años la práctica habitual en los mercados financieros ha sido aumentar los rendimientos de los accionistas, reduciendo los costes, reduciendo el tamaño de la empresa, o despidiendo trabajadores en vez de invertir y crecer.

A éste respecto C. Garfield⁵⁷ indica que "durante los años ochenta se produjo en los Estados Unidos una oleada masiva de despidos, con la esperanza de aumentar el crecimiento, reducir los costes y mejorar la eficiencia de la organización. Además se eliminaron estratos enteros de burocracia, y se efectuaron enormes reducciones de personal en los niveles gerenciales intermedios". Para éste autor, el intento colectivo por parte de las empresas norteamericanas para "reducir su tamaño y aumentar su eficiencia" no dio los resultados deseados, puesto que no se atacó el problema fundamental que no es sólo la burocracia, sino la estructura fundamental de la organización.

El segundo hecho que está rompiendo el antiguo sistema, se refiere a que los académicos, los políticos, e incluso los directores de empresas, están volviendo a la idea inicial de que la empresa es un conjunto de activos y pasivos que pertenecen a los accionistas, olvidando que también existe una

⁵⁷

GARFIELD, C., *Los Trabajadores son lo Primero*, ..., p. 29.

importante estructura económica y legal dentro de ella. Esta idea implica que cualquier pago extra a los trabajadores por sus inversiones específicas en el capital humano de la empresa, no se considera parte de la riqueza creada por la misma. Los estudios realizados⁵⁸ que analizan sólo el efecto de los despidos y la reducción de costes, concluyen que estas situaciones son creadoras de riqueza para la empresa puesto que el precio de las acciones aumenta cuando dichas operaciones son anunciadas, cumpliéndose la definición dada de actividades creadoras de riqueza para la empresa.

Conforme nos adentramos en la década de 1990, las realidades ambientales, económicas y sociales, consecuencia de la fe de "la sociedad en el crecimiento sin límites"⁵⁹, empiezan a poner en tela de juicio la validez del antiguo modelo de progreso y todo su entorno, dando paso a un modelo de crecimiento y

⁵⁸ DUNBAR, A.E., "An empirical investigation of the association of productivity with employee stock ownership plans of public held corporations", Ann Arbor, MI: *University Microfilms International*.

⁵⁹ GARFIELD, C., *Los Trabajadores son lo Primero*, ..., p. 25.

progreso sostenido. La concepción tradicional de la riqueza en el trabajo está cambiando, de forma que la postura más generalizada en la actualidad respalda la idea de que los trabajadores rara vez acumulan riqueza a través de su trabajo. Por el contrario, lo que se produce es una transferencia de capital de la empresa a los trabajadores, a través del sueldo por el trabajo realizado, como estudia S.A. Lee⁶⁰, dejando la creación de riqueza en la empresa a la utilización conjunta de todos los factores.

En éste nuevo contexto, las empresas son creadoras de riqueza para la economía en su conjunto principalmente por la utilización conjunta de todos los factores, de forma que se maximice el valor de la empresa para sus accionistas, es decir, que se incremente el valor de las acciones para sus propietarios.

Los ESOPs también son creadores de riqueza en el contexto actual por cuanto constituyen una parte

⁶⁰ LEE, S.A., "ESOP is a powerful tool to align employees with corporate goals", *Pension World* V.30, n°4, April 1994, p. 42.

importante en la propiedad de la empresa, a la vez que se trata de un instrumento que se adapta al nuevo modelo de crecimiento y progreso.

Por una parte se trata de un importante instrumento de reestructuración empresarial⁶¹ con base en la modificación de la estructura de propiedad de la empresa e incluso en la capacidad de endeudamiento a través del apalancamiento financiero, con la intención siempre de maximizar el valor de la empresa para sus accionistas⁶². Los ESOPs permite una más eficiente asignación de los recursos en la empresa, a través de las presiones que los trabajadores ejercen en la empresa por haberse convertido en accionistas⁶³.

⁶¹ SHOLES, M., AND WOLFSON, M., "Employee stock ownership plans and corporate restructuring: myths and realities", in *The Battle for Corporate Control: Shareholder Rights, Stakeholder interests, and Managerial Responsibilities*, Edited by A.W. Sametz, Salomon Brothers, N.Y. 1991, pp. 485-515.

⁶² BICKSLER, J., AND CHEN, A., "The economics of corporate restructuring overview", in *The Battle for Corporate Control: Shareholder Rights, Stakeholder interests, and Managerial Responsibilities*, Edited by A.W. Sametz, Salomon Brothers, N.Y. 1991, p. 376.

⁶³ CHANG, S., "Employee stock ownership plans and shareholder wealth: An empirical investigation", *Financial Management* n°19, Spring 1990, pp. 48-58.

Por otra parte, los ESOPs se adaptan a la nueva y cambiante concepción de empresa, considerada como un conjunto de activos y pasivos, olvidando que también existe una importante estructura económica y legal dentro de ella. Si bien esta idea implica que cualquier pago extra a los trabajadores por sus inversiones específicas en el capital humano de la empresa, no se consideran parte de la riqueza creada por la misma, sino una transferencia de capital hacia los trabajadores, los ESOPs sí consideran que se produce una transferencia de riqueza hacia los accionistas procedente de cualquiera de los individuos u organizaciones que tienen interés en la empresa⁶⁴, es decir, de los trabajadores, los bonistas, los prestamistas, etc.

Además de la transferencia real de riqueza de hacia los accionistas dentro del ESOP, la obtención de beneficios fiscales es otro de los factores más importantes que impulsan a la empresa a llevar a cabo

⁶⁴

RUSSELL, R., "Sharing the wealth: ESOP", *Society* V.27, n°2, Jan./Feb. 1990, pp. 33-40.

una reestructuración⁶⁵, en concreto un ESOP, con el objetivo de maximizar la riqueza para los accionistas. Los beneficios fiscales pueden incrementar la riqueza de una empresa con ESOP de dos formas⁶⁶:

- * La venta de activos en una operación de reestructuración a un precio sensiblemente superior al precio de mercado, incrementa la base impositiva de esos activos generando riqueza para los accionistas por el incremento de las deducciones por depreciación del activo. Ahora bien, la venta de los activos a un precio inferior a su precio de mercado también puede incrementar la riqueza de los accionistas pues la empresa puede materializar inmediatamente las deducciones fiscales por las pérdidas de la venta.

- * La deducción de los intereses pagados sobre los préstamos pedidos en los ESOPs apalancados,

⁶⁵ SCHOLLES, M., AND WOLFSON, M., "The effects of changes in Tax Law on corporate reorganization activity", *Stanford University Working Paper*, California 1989.

⁶⁶ BICKSLER, J., AND CHEN, A., "The economics of corporate restructuring overview", ..., pp. 380-381.

también crean riqueza para los accionistas. Además, también son deducibles las contribuciones que realiza la empresa para el pago del principal de la deuda, con las limitaciones marcadas por la ley.

A mi modo de entender, los ESOPs que mejor incrementan la riqueza de los accionistas son los ESOPs apalancados. Además de los beneficios fiscales de que disfrutaban, los ESOPs apalancados permiten a la empresa transferir fondos al mercado, por lo que también se transfiere parte del control de la empresa al mismo. La empresa coloca su dinero en el mercado por dos vías: por una parte, los accionistas venden sus acciones a los trabajadores a través del ESOP, recolocando su dinero en el mercado, pudiendo llevar a cabo otras inversiones; por otra parte, la empresa tiene que devolver el principal y los intereses del préstamo pedido para la compra de acciones de la empresa garante del fondo por parte del ESOP apalancado, de manera que esos fondos también se depositan en el mercado.

Si la empresa está colocando fondos en el mercado de las dos formas anteriores, y no dispone de oportunidades internas de crecimiento, los accionistas podrán requerir que se realicen inversiones externas en sectores donde se obtenga una ventaja competitiva, siendo el mercado el que determina la oportunidad de inversión externa. La empresa llevará a cabo el proyecto más eficiente de los que se le presenten⁶⁷, valorándolos por cualquiera de los métodos conocidos de valoración y selección de proyectos de inversión⁶⁸. Para ello la empresa puede requerir más fondos a sus accionistas y al mercado, sabiendo que el proyecto elegido será el que mejor asigne los recursos disponibles y el que más riqueza proporcione.

⁶⁷ Para valorar si un proyecto se lleva a cabo se suele utilizar el método del Valor Actual Neto. Una inversión se llevará a cabo cuando su VAN sea mayor que cero, y de todos los proyectos aceptados, se realizará el que mayor VAN tenga, siempre teniendo en cuenta las posibles restricciones que puedan existir. El valor positivo del VAN indica el incremento de riqueza para la empresa por llevar a cabo dicho proyecto. Existen además otros métodos para la valoración y selección de proyectos de inversión.
SUÁREZ SUÁREZ, S.A., *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*, ..., pp. 57-66.

⁶⁸ MASCAREÑAS, J. Y LEJARRIAGA, G., *Análisis de Proyectos de Inversión*, Eudema Universidad, Madrid 1992.

6.3.- OTRAS FORMAS DE CREACIÓN DE RIQUEZA DE LOS ESOPs.

Para analizar otras formas en que los ESOPs crean riqueza en la empresa y en la economía en general, retomemos el debate sobre la propiedad de la empresa y quién es realmente el que la dirige. La aprobación de los ESOPs como planes de contribución se remonta más de veinte años atrás con la publicación del Acta *ERISA*, por lo que en su estudio habrá de analizarse la doble concepción de empresa y propiedad hasta aquí indicadas.

Por otra parte, si como se ha comentado, la propiedad de la empresa trae consigo un aumento generalizado de la riqueza en la economía, entre otras cosas por la utilización conjunta de los factores, tanto para los accionistas como para los trabajadores, tanto más si la empresa pertenece a sus propios trabajadores a través de distintos métodos de participación, entre ellos el ESOP. Lo más importante será entonces incentivar a los trabajadores para que participen en la propiedad de la empresa.

Son muchos los métodos utilizados para conseguir que los empleados participen en la propiedad de la empresa en general, métodos distintos o iguales a los que intentan involucrar a la dirección en la propiedad. Algunos de estos métodos son estudiados por W.D. Eggers and J. O Leary⁶⁹ los cuales indican que se trata de programas interrelacionados, que pretenden no sólo hacer a los empleados accionistas de la empresa, sino que se mantengan como tales y estén contentos en ésta posición.

Las vías de acceso de los asalariados a las acciones, se pueden agrupar en dos grandes grupos, en lo que se denomina accionariado directo y accionariado indirecto:

- * Accionariado directo: el asalariado puede llegar a poseer, individualmente, acciones de la empresa en la que trabaja. El accionariado directo será aquél en el cual el trabajador pueda desempeñar el papel de un accionista clásico.

⁶⁹ EGGERS, W., AND LEARY, J.O., "Overcoming public employee opposition to privatisation", *Business Forum* V.19, n°1,2, Winter/Spring 1994, pp. 16-19.

- * Accionariado indirecto: en lugar de ser accionista directo, el trabajador puede serlo igualmente, por medio de una asociación con otros asalariados, a través por ejemplo de un fondo colectivo o una sociedad de inversión, que administra una cartera de valores mobiliarios.

Estas dos formas de acceso de los trabajadores a la propiedad de las acciones, se materializan en diversos planes, algunos de los cuales se comentan a continuación:

- * Las opciones sobre acciones para los empleados.

Es un tipo de incentivo tradicionalmente dirigido a los directivos y profesionales de la empresa⁷⁰, si bien también es extensible a los trabajadores.

La forma en que actúa éste método para los

⁷⁰

HARRISON, J.S., "Stock-based compensation rules to change under FASB's new ED", *Texas Banking* V.82, n°11, Nov. 1993, p. 15.

empleados es el siguiente:⁷¹ el número de opciones sobre acciones a las que cada trabajador tiene acceso depende de la valoración que se les haya hecho en los últimos doce meses en función de un *ranking*. Aquellos trabajadores que tengan buenas calificaciones obtendrán más opciones sobre acciones, mientras que los empleados con bajas o mediocres valoraciones obtendrán menos opciones. Además existe un truco: si un trabajador no tiene una valoración media en el *ranking*, entonces no recibirá ninguna opción.

Este sistema implica la valoración anual de los trabajadores, por lo que es un incentivo a la participación en la empresa⁷². Es un sistema además, que permite al trabajador ejercer el derecho que le confiere la opción y comprar las acciones de la empresa en mejores condiciones que si las comprara en el mercado, proporcionándole

⁷¹ MATSUNAGA, S.R., "The effects of financial reporting cost on the use of employee stock options", ..., pp. 1-26.

⁷² CLARK, S.J., AND JORDAN, C.E., "Accounting for employee stock options under the FASB's proposed standard", *Ohio CPA Journal* V.52, n°4, Aug. 1993, pp. 37-38.

todos los derechos inherentes a los títulos valores. Todo el mundo tiene la posibilidad de hacer dinero en base al valor de las acciones en el mercado.

En la empresa COMSAT CORP.⁷³, sólo participaban de éste incentivo 125 personas entre profesionales y directivos. El 1 de Julio de 1993, el plan se extendió a 1.400 trabajadores no cualificados, permitiendo de ésta forma que los trabajadores participen en la propiedad de la empresa.

* Planes de compra de acciones.

Consiste en que todos los empleados que trabajen un número mínimo de horas a la semana, por ejemplo 20 horas, tienen derecho a comprar acciones de la empresa con un descuento importante sobre el precio de mercado (aproximadamente un 15%). Los pagos son flexibles y se pueden realizar con

⁷³

CROCKETT, B.L., "Using compensation to court commitment", *Chief Executive* n°88, Sep. 1993, pp. 56-59. BRUCE L. CROCKETT es el presidente de COMSAT CORP., una empresa con 564 millones de dólares de beneficios dedicada al sector de las comunicaciones internacionales y la información para los hospitales, situada en Bethesda, MD., USA.

carácter mensual bien a través de sus sueldos, o bien de forma independiente.

El problema para la empresa aparece a la hora de determinar quién paga los descuentos sobre el precio de mercado de las acciones. Teóricamente los descuentos los paga la empresa, es decir, la empresa es la que deja de percibir ese importe en el pago de las acciones por parte de los trabajadores. Ahora bien, en último término los descuentos los pagan los accionistas puesto que el porcentaje sobre el precio de las acciones que no desembolsan éstos, se paga con cargo a las reservas de la empresa con la consiguiente dilución de la propiedad de los accionistas.

En la empresa COMSAT⁷⁴ más de 600 empleados (un 42% del total de la plantilla), participaban en el plan de compra de acciones. Esta participación en el año 1993 supuso un incremento del 27% respecto al año 1992.

⁷⁴ CROCKETT, B.L., "Using compensation to court commitment", ..., p. 57.

* Programas de reparto de dividendos.

Se trata de un típico incentivo de interrelación, con el que se pretende no sólo que los trabajadores se hagan accionistas, sino que mantengan las acciones en su poder, es decir, no las vendan o traspasen.

Una forma muy extendida de incentivo es que la empresa proporcione un dólar extra por cada dólar de dividendo sobre las acciones propiedad de los trabajadores, cantidad que añadirá en forma de contribución al salario de los empleados. Con éste incentivo se intenta ligar los intereses personales de los trabajadores con los intereses de la empresa en su conjunto.

Ahora bien, este incentivo cuenta con el mismo inconveniente que el método anterior: la dilución de la propiedad de los accionistas. Puesto que el dólar extra por cada dólar de dividendo sobre las acciones propiedad del trabajador debe pagarlo la empresa, en último término quién lo está pagando son los accionistas vía una menor remuneración de

sus acciones y una menor concentración de su propiedad a través de las reservas de la empresa.

* Planes de reparto de ahorros y de beneficios.

Mediante la combinación de los planes de ahorros y beneficios, la empresa proporciona a los trabajadores la posibilidad de realizar cierto tipo de inversiones, por ejemplo, en fondos de inversión, carteras de valores, e incluso en acciones de la propia compañía.

Este tipo de plan se instauró en la empresa COMSAT CORP. de la siguiente forma: la empresa permite a los trabajadores invertir hasta un 10% de sus salarios en las opciones antes expuestas. De ese 10% del sueldo a invertir, el 6% se comparte con la empresa: el 2% inicial lo paga por completo la empresa, mientras que el 4% restante se paga entre la empresa y el trabajador aumentando en 25% según el volumen invertido.

* Planes para ligar los salarios a la cotización de las acciones.

Se trata de planes algo más complicados que los anteriores que intentan ligar el sueldo de los trabajadores a la marcha en el mercado del precio de las acciones de la empresa. Estos planes son una forma de compensación que además de ser un incentivo a la participación de los trabajadores en la empresa, introduce el riesgo de las posibles variaciones del mercado en los sueldos de los trabajadores.

Las empresas que instauran este incentivo suelen razonar de la siguiente manera: si los empleados poseen cierto número de acciones de la empresa, y su sueldo está ligado a la valoración de esas acciones en el mercado, su incentivo es doble: por una parte, como trabajadores, si la empresa marcha bien la cotización de las acciones será buena y la parte del salario que está ligada a la valoración de las acciones será alta. Por otra parte, como accionistas, si el valor de mercado de las acciones y la marcha de la empresa es buena los rendimientos derivados de la posesión de los títulos será también alta.

Ejemplos⁷⁵ de empresas que han optado por este plan son la PHILLIPS PETROLEUM es Bartlesville, OK., USA, que aplicó en 1993 éste plan a 8.000 trabajadores, o la TREDEGAR INDUSTRIES en Richmond, VA., USA, la cual combinó en su plan bonos en función del valor de las acciones con los salarios.

* Compra individual de acciones.

Cualquier trabajador de cualquier empresa puede, como inversor individual, ser propietario de acciones de la empresa en la que trabaja. El trabajador podrá comprar acciones directamente en el mercado, como cualquier otro inversor.

* Planes de privatización.

Los planes de privatización⁷⁶ de empresas públicas consisten en poner parte o la totalidad de las acciones de la empresa en el mercado. Cualquier

⁷⁵ CROCKETT, B.L., "Using compensation to court commitment", ..., p. 58.

⁷⁶ EGGERS, W.D., AND O LEARY, J., "Overcoming public employee oposition to privatization", *Business Forum* V.19, n°1,2, Winter/spring 1994, pp. 16-19.

inversor puede acceder a la compra de dichas acciones pagando su precio de mercado. Además, los trabajadores de la empresa suelen tener la oportunidad de comprar las acciones con ciertos privilegios, entre ellos, un descuento sobre el precio de mercado o buenas condiciones para el pago de las mismas⁷⁷.

* MLPs.

Se puede definir la *Master Limited Partnership*⁷⁸ (*MLP*)⁷⁹, como una compañía de participación limitada, donde los intereses de los participantes se dividen en partes o unidades que se negocian como si fuesen acciones ordinarias⁸⁰. Son un instrumento para la participación en la propiedad de las empresas que tiene ciertas ventajas

⁷⁷ HARRIS, C., "What does privatisation mean to employees?.. A study of two water PLCs", *Management Research News: MRN* V.17, n°7,8,9, 1994, p. 126-128.

⁷⁸ WESTON, J.F., CHUNG, K.S., AND HOAG, S.E., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall, Englewood Cliff, N.J., 1990, pp. 381-388.

⁷⁹ La figura societaria más parecida a los *MLPs* en España serían las Compañías Comanditarias o las Comunidades de Bienes.

⁸⁰ Por no ser los *MLPs* el objeto de éste estudio, sólo se analizarán brevemente.

impositivas, y que se puede utilizar a demás como una estrategia anti-OPA. Se utiliza principalmente en las pequeñas empresas.

Este incentivo tiene ciertas ventajas respecto a otros planes para la participaión de los trabajadores:

- 1) cada socio limitado tiene responsabilidad limitada respecto a los pasivos de la empresa, es decir, los socios no son personalmente responsables de los pagos si la empresa no puede realizar;
- 2) la empresa tiene una vida ilimitada, es decir, los propietarios y socios pueden variar a lo largo del tiempo sin que se modifique la estructura de la sociedad;
- 3) cada participación en la sociedad lleva implicito un riesgo, si bien éste se reparte en muchas unidades; los inversores pueden diversificar su riesgo invirtiendo en

diferentes empresas;

- 4) las participaciones en la sociedad son fácilmente comprables y vendibles⁸¹.

A demás de estas ventajas, los beneficios fiscales son uno de los atractivos más importantes de éste incentivo a la participación, y dependiendo del tipo⁸² de *MLP* de que se trate, el más común es la posibilidad de eliminar la doble imposición sobre los beneficios de la sociedad.

Como ejemplo de *MLP* se encuentra la empresa PAN PETROLEUM⁸³, que se formó el 26 de Abril de 1989 en los Estados Unidos. La transacción supuso la consolidación en un grupo de 45 sociedades

⁸¹ WESTON, J.F., AND COPELAND, T.E., *Managerial Finance*, 8th ed., Hinsdale, IL, The Dryden Press, 1986, pp. 55-56.

⁸² MENTZ, J.R., Department of the Treasury, Statement on June 30, 1987 in *Master Limited Partnerships*, Hearings before the Subcommittee on Select Revenue Measures of the Committee on Ways and Means, House of Representatives, 100th Congress, First Session, Serial 100-39, p. 19.

⁸³ WESTON, J.F., CHUNG, K.S., AND HOAG, S.E., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, ..., pp. 387-388.

limitadas del petroleo y el gas en una sola sociedad, la PAN PETROLEUM MLP, con los consecuentes beneficios fiscales y económicos de la operación.

* ESOPs.

Son el instrumento principal de éste estudio. La forma más tradicional para estructurar⁸⁴ un ESOP y traspasar la propiedad de la empresa a los trabajadores es la emisión de dos tipos de acciones, una para los empleados y otra para los directores, o bien emitiendo un sólo tipo de acciones y ofreciendo a los directivos e inversores warrants u opciones.

Todos estos programas de incentivos para la participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa, proporcionan fuertes vínculos entre los intereses particulares de los trabajadores y la mejora de la empresa en su conjunto. Estudios como los de C.W.

⁸⁴ ROSEN, C., "The growing appeal of the leveraged ESOP", *Journal of Business Strategy* V.10, Jan./Feb. 1989, pp. 16-20.

Smith y R.L. Watts⁸⁵ y J.J. Gaver y K.M. Gaver⁸⁶, demuestran la relación existente entre el uso de los incentivos a la participación de los trabajadores en la empresa, el valor de las oportunidades de crecimiento de la empresa, el tamaño de la compañía y el apalancamiento financiero y la riqueza que generan en la economía. Nuestro estudio se centra sin embargo en uno solo de éstos instrumentos, los ESOPs, como forma de participación en la propiedad de la empresa y su forma de incrementar la riqueza de la economía en su conjunto.

En el año 1974 fue aprobada el Acta *ERISA* con el objetivo de impedir los abusos que se estaban produciendo respecto a los beneficios que los trabajadores debían recibir con la jubilación. A apartir de ese momento, los estudiosos empezaron a buscar diversas formas para eludir la obligación de

⁸⁵ SMITH, C.W., AND WATTS, R.L., "The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies", *Journal of Financial Economics* n°32, Dec. 1992, pp. 263-292.

⁸⁶ GAVER, J.J., AND GAVER, K.M., "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies", *Journal of Accounting and Economics* n°16, Jan. 1993, pp. 125-160.

crear ciertas provisiones de fondos que exigía el Acta para el pago de los beneficios a los trabajadores en el momento de su jubilación. Para R.M. Mano y E.D. Deppe⁸⁷ los ESOPs fueron el vehículo que se creó para permitir a los trabajadores obtener una serie de beneficios fiscales sin necesidad de ir pagando o acumulando ellos mismos el dinero para su jubilación.

El funcionamiento de estos instrumentos se ha estudiado a lo largo del trabajo: la empresa o el empresario realizan contribuciones a un fondo creado por ellos mismos que en unos casos sustituye a los planes de pensiones o jubilación y en otros casos es un plan complementario, obteniendo una serie de deducciones fiscales por realizar dichas contribuciones. El dinero obtenido por el ESOP se utiliza para la compra de acciones de la empresa patrocinadora del fondo. De ésta forma, el dinero vuelve a la empresa o al empresario, y puesto que el dinero de las contribuciones está fiscalmente exento del pago de impuestos, dicho dinero revierte neto a la

⁸⁷

MANO, R.M., AND DEPPE, E.D., "The ESOP fable: Employee beware!", *Compensation & Benefits Review* V.26, nº6, Nov./Dec. 1994, p. 44.

empresa, es decir, sin ningún tipo de impuesto por pagar.

Desde el momento de su creación, los ESOPs gozan de importantes ventajas fiscales que han variado con el tiempo como ya se ha analizado en capítulos anteriores. Para P. Feinberg⁸⁸, las estadísticas revelan que los ESOPs se han convertido en un importante medio de financiación empresarial, a pesar de los cambios legislativos de los últimos años, si bien existen otras razones distintas de las ventajas fiscales para el desarrollo de este instrumento.

Apesar de las ventajas que aparentemente poseen, los ESOPs son un instrumento muy controvertido con defensores al igual que detractores. Apesar de sus diferencias, un sentimiento común a todos ellos, es que los ESOPs suponen una promesa de reconciliación de los dos objetivos políticos que el capitalismo tradicional consideraba irreconciliables: la estimulación del crecimiento económico y la promoción de la igualdad

⁸⁸ FEINBERG, P., "ESOP boom draws legislative attention, market doubts", *Corporate Cashflow Magazine* V.10, August 1989, p. 50.

social⁸⁹. Analicemos como el ESOP crea riqueza para la empresa con la consecución de ambos objetivos.

Respecto a los objetivos sociales en la creación de los ESOPs, si bien la igualdad social es un objetivo prioritario de los poderes públicos, han de destacarse otros logros de los ESOPs en éste campo. Puede destacarse la importancia de una nueva forma de dirección y control, el que se trata de un instrumento que motiva a los trabajadores a participar en la propiedad de la empresa, es una forma de retener a los trabajadores más cualificados, es un fuerte incentivo a la mejora de los resultados o que se trata de un instrumento que incrementa la lealtad en el trabajo.

Los ESOPs son un instrumento que permite a los trabajadores participar en la propiedad y en el control de la empresa mediante la compra de sus acciones. Los porcentajes de participación son muy variados dependiendo del tipo y tamaño de la empresa. Ya se han analizado las tres posibles opciones de

⁸⁹

QUARREY, M., AND ROSEN, C., "Employee ownership and corporate performance", California: National Center for Employee Ownership, 1986, p. 6.

propiedad de acciones del ESOP: cuando la empresa pertenece por entero a su propietario o propietarios, y aún no existe el ESOP; cuando los participantes al ESOP son los propietarios de las acciones, en el porcentaje que se haya estipulado desde un 5% al 100% de las acciones, si bien las acciones no han sido distribuidas a las cuentas individuales de los participantes; y por último, cuando las acciones en poder del ESOP han sido distribuidas a las cuentas de los trabajadores, y son éstos los propietarios de las acciones, asumiendo todos sus derechos y obligaciones.

Los ESOPs son operaciones enraizadas en las medianas y grandes empresas más que en las de pequeñas dimensiones. Según datos de C.E. Aronoff y J.L. Ward⁹⁰ sólo entre un 3% y un 5% de las pequeñas empresas, principalmente familiares, ofrecen acciones a sus trabajadores a través de alguno de los métodos expuestos. Su argumento se centra en tres cuestiones: en primer lugar, lo consideran un regalo caro; en segundo lugar, el efecto de éste tipo de transacciones

⁹⁰

ARONOFF, C.E., AND WARD, J.L., "Examine why key employees want stock ownership", *Nation's Business* V.81, n°10, Oct. 1993, p. 54.

no está muy claro; por último, piensan que la instauración y ejecución de un ESOP es excesivamente complicada a efectos administrativos y legales.

Una pregunta importante en nuestro caso es ¿quien gobierna y dirige una empresa con ESOP?. Esta pregunta fue el tema central de discusión de la 16 Convención anual de la *ESOP Association* en 1993. Las conclusiones a las que se llegó en éste congreso, las explica C.E. Wert⁹¹: "Una vez determinado que la empresa con ESOP pertenece a los trabajadores, éstos pueden participar en el gobierno de la empresa por tres vías: con la representación de los trabajadores en el consejo de dirección, con la representación de los trabajadores en el comité del ESOP, y mediante el ejercicio de sus derechos a través del voto". La utilización de uno u otro sistema se deja a la elección de los trabajadores, si bien dependerá del porcentaje de participación del ESOP en la propiedad de la empresa.

⁹¹

C.E. WERT es el Vice-Presidente de la *U.S. Trust Company of California*. En, BURZAWA, S., "Employee ownership=governance: Panel", *Employee Benefit Plan Review* V.48, n°2, Aug. 1993, p. 32.

Para S. Burzawa⁹², la representación de los trabajadores en el consejo de dirección puede llegar a ser algo conflictivo, sin embargo, la participación en la dirección de la empresa a través de la representación en los comités de los planes proporciona ventajas tanto a los trabajadores como a la empresa. De lo que se trata es de que los trabajadores estén involucrados en la gestión y dirección de la empresa, si bien los verdaderos responsables del gobierno de la misma serán sus directores, como indica P.T. Justice.⁹³ La mejor forma de involucrar a los trabajadores en la dirección de la empresa es haciéndoles partícipes de la información necesaria para que conozcan la marcha del negocio, y educándoles a cerca de sus derechos y responsabilidades como propietarios.

Sin embargo, no todos los autores están de acuerdo con ésta postura. Un estudio realizado por Y.

⁹² BURZAWA, S., "Employee ownership=governance: Panel", ..., p. 32.

⁹³ P.T. JUSTICE, es la coordinadora y administradora del ESOP del *Houston Northwest Medical Center*. En, BURZAWA, S., "Employee ownership=governance: Panel", ..., p. 33.

Onaran⁹⁴ expone como las empresas que son propiedad de los trabajadores al 100% y, además, están dirigidas por éstos, empresas denominadas *employee-owned and managed firms (EOM)*, tienen menos desigualdades sociales y económicas que las empresas de propiedad privada que se analizan en dicho estudio. La renta a través de los salarios, la riqueza generada con el trabajo⁹⁵, el poder respecto a la toma de decisiones, el prestigio de los diferentes puestos en la empresa y los privilegios asociados al trabajo como son la casa, el coche o la escolarización de los hijos, se distribuyen más equitativamente a través de una *EOM* que a través de las típicas sociedades por acciones.

El ESOP tradicional supone un escalón intermedio entre las sociedades por acciones y las *EOMs*, puesto que recoge la participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa desde pequeños porcentajes (entre un 5% y un 10%) hasta el

⁹⁴ ONARAN, Y., "Workers as owners: An empirical comparison of intra-firm inequalities at employee-owned and conventional companies", *Human Relations* V.45, n°11, Nov. 1992, pp. 1213-1235.

⁹⁵ RUSSELL, R., "Sharing the wealth", *Society* 1990, n°27, pp. 33-40.

100%. La forma en que los trabajadores ejercen su propiedad dentro de la empresa dependerá de su porcentaje de participación, llegando incluso a dirigir la empresa cuando poseen un alto porcentaje del Capital Social, de la misma forma que lo hacen los trabajadores de las *EOMs*, en cuyo caso los ESOPs se convierten en instrumentos que disminuyen las desigualdades sociales y económicas implícitas en otro tipo de empresas.

Los ESOPs consiguen además otros logros en el campo de lo social. Se trata de un instrumento que motiva a los trabajadores a participar en la empresa, no sólo a través de la adquisición de acciones, sino mediante la participación en la dirección y en la toma de decisiones. Se trata de un incentivo que fomenta la lealtad y que permite retener a los buenos trabajadores, haciendo que los empleados estén más interesados en la compañía.

Desde el punto de vista de los objetivos económicos, principalmente el objetivo de crecimiento, éste se logra a través de los ESOPs, puesto que permiten mejorar la productividad de los trabajadores

así como la competitividad de las empresas que los utilizan. Analizando datos del NCEO se comprueba que los factores económicos más utilizados para la creación de los ESOPs son tres: los futuros beneficios fiscales, los beneficios para los trabajadores y el incremento de la productividad. Los datos aportados por la *ESOP Association*⁹⁶ indican que aproximadamente el 75% de las empresas garantes de los ESOPs consideran que estos han mejorado la productividad de los trabajadores.

Autores como W. Jurek⁹⁷, M.A. Conte⁹⁸ o la GAO⁹⁹ americana consideran que los ESOPs son un mecanismo por el que las empresas puede realizar una importante reestructuración empresarial, principalmente respecto a los salarios y a los beneficios que han de recibir los trabajadores, y que potencian de alguna

⁹⁶ ESOP ASSOCIATION, *ESOP survey: 1987*, ESOP Association, Washington D.C., 1987.

⁹⁷ JUREK, W., "Airlines and employee ownership", *Corporate Growth Report, Weekly*, n°775, Jan. 3, 1994, p. 7028.

⁹⁸ CONTE, M.A., "Economic research and public policy toward employee ownership in the United States", *Journal of Economic Issues* V.28, n°2, Jun. 1994, pp. 427-437.

⁹⁹ GAO, U.S., *Employee Stock Ownership Plans: Benefits and Cost of ESOP Tax Incentives for Broadening Stock Ownership*, Washington, D.C., GAO/PEMD, December 1986.

forma la productividad de los empleados. Los estudios realizados por S. Estrin, D. Jones y J. Svejnar¹⁰⁰ reflejan la presunción de que el incremento de los ESOPs puede contribuir a crear una nueva concepción de empresa y a un incremento en la productividad.

Un estudio¹⁰¹ realizado en 1986 por la NCEO¹⁰² indica que la participación de los trabajadores en la propiedad y en el control de la empresa proporciona un crecimiento de entre el 8% y el 11% anual más que las empresas que no disponen de éste tipo de instrumentos. Estos datos fueron confirmados en 1987 por un estudio de la *U.S. General Accounting Office*, el cual añadía que este tipo de empresas habían aumentado su tasa de crecimiento de la productividad en un 52%.

Como ya se ha comentado, para empujar a las empresas a crear ESOPs el Congreso de los Estados

¹⁰⁰ ESTRIN, S., JONES, D., AND SVEJNAR, J., "The productivity effects of worker participation: producer cooperatives in Western economies", *Journal of Comparative Economics*, 1987, pp. 40-61.

¹⁰¹ LEE, S.A., "ESOP is a powerful tool to align employees with corporate goals", *Pension World* V.30, n°4, Apr. 1994, p. 41.

¹⁰² *National Center for Employee Ownership (NCEO)*.

Unidos ha dictado normas que proporcionan importantes beneficios fiscales a las empresas y a los participantes de los ESOPs. Si bien existen autores que demuestran que como los mercados de valores perciben y reflejan el incremento de riqueza de los accionistas con motivo de la creación del ESOP junto con las ventajas fiscales de su creación, es mucho más difícil demostrar que los mercados estén de acuerdo con que los ESOPs proporcionen un aumento en la productividad.

Los estudios que se centran en como el mercado valora las empresas garantes¹⁰³ de los ESOPs, reflejan que la adopción de un ESOP proporciona incrementos de riqueza para los accionistas en forma de rendimientos extraordinarios por sus acciones. Sin embargo estos estudios fracasan a la hora de establecer cuáles son los factores que explican el crecimiento de la riqueza de la empresa desde el momento en que son incapaces de diferenciar entre la buena reacción del mercado ante los incentivos fiscales y aquéllos que se deben a un anticipo por la mejora en la productividad

¹⁰³

ENGLADER, D.W., "Cashing out through ESOPs", *Small Business Reports* V.18, n°10, Oct. 1993, p. 44.

de la empresa. En muchas ocasiones, las empresas garantes de los ESOP fomentan la creación de estos fondos con el único objetivo de obtener las ventajas fiscales. En estos casos cualquier incremento de riqueza de los accionistas se debe tan solo a esos beneficios fiscales.

Lo realmente interesante de éste análisis de cara a determinar como los ESOPs aumentan la riqueza de la empresa, es separar que parte de la reacción positiva del mercado ante el anuncio de un ESOP se debe a los factores no relacionados con las ventajas fiscales. La mejor forma de realizar este análisis es estudiar empresas que no busquen los beneficios fiscales o que no los tengan. Por otra parte, si el mercado reacciona positivamente a la creación de ESOPs sin incentivos fiscales, la pregunta sería porque se proporcionan dichas ventajas en un momento en que las arcas de los Estados están en déficit y necesitan recursos. Una posible respuesta estaría en la confianza que dichos incentivos fiscales proporcionan a los trabajadores y a la sociedad en los poderes públicos.

K.F. Sellers, J.M. Hagan y P.H. Siegel¹⁰⁴ demuestran en su análisis que se produce un importante incremento en los resultados obtenidos por las empresas al día siguiente al que el Consejo de Dirección aprueba un ESOP sin beneficios fiscales, lo que indica que la creación de los ESOPs, incluso cuando no hay incentivos fiscales, proporciona por definición un incremento de riqueza en la empresa y, por tanto, en la economía.

Los aspectos sociales y económicos de la creación de los ESOPs argumentados por sus defensores, están sin embargo estrechamente ligados, siendo algunos sociales y económicos a la vez, de manera que se inducen mutuamente. Uno de estos factores comunes es la motivación. El apoyo que el Congreso de los Estados Unidos proporciona a los ESOPs se basa en algunas teorías de la motivación de los trabajadores. Los defensores de los ESOPs argumentan que los trabajadores pueden estar más motivados y ser más productivos, cuando tienen algún interés en el capital de la

¹⁰⁴

SELLERS, K.F., HAGAN, J.M., AND SIEGEL, P.H., "Employee stock ownership plans and shareholder wealth: an examination of the market perception of the non-tax effects", *Journal of Applied Business Research* V.10, n°3, Summer 1994, pp. 45-52.

empresa¹⁰⁵. El Congreso de los Estados Unidos ha incluido los objetivos de mejora de la motivación y la productividad en su discusión a cerca de los ESOPs, es decir, utiliza este objetivo el 74% de las veces que habla de los ESOP¹⁰⁶.

La legislación fiscal relativa a los ESOPs y las teorías que permiten el apoyo del Congreso, son objeto de duras críticas. R.L. Doenberg y J.R. Marcy¹⁰⁷ demuestran que cualquier beneficio obtenido por la empresa como consecuencia del incremento de productividad obtenido por los trabajadores, no repercute directamente en los empleados sino que es compartido por todos los propietarios de la empresa. Este problema sugiere que a los trabajadores no les motiva un incremento en la productividad desde el momento en que consideran que existe una escasa

¹⁰⁵ WICHMAN, A., "Occupational differences in involvement with ownership in an airline employee ownership program", ..., p. 830.

¹⁰⁶ U.S. CONGRESS, *Hearing Before the Joint Economic Committee on Employee Stock Ownership Plans*, Washington, DC, U.S. Government Printing Office.

¹⁰⁷ DOENBERG, R.L., AND MARCY, J.R., "ESOPs and economic distortion", *Harvard Journal on legislation*, 1986, pp. 104-159.

relación entre sus esfuerzos y la recompensa que reciben. La única forma en que un incremento en la productividad sería un buen incentivo se produce cuando los trabajadores poseen parte de la propiedad de la empresa a través del ESOP, puesto que este caso la pérdida de riqueza de los trabajadores por el reparto de los beneficios derivados del incremento en la productividad entre los propietarios se compensa con el incremento de riqueza que obtienen con el reparto al ser propietarios.

Por otra parte, la legislación sobre los ESOPs y los incentivos fiscales que ésta proporciona, han sido criticados por los costes directos e indirectos que producen. La GAO¹⁰⁸ estima que los incentivos fiscales de los ESOPs reducen los ingresos de la Reserva Federal de los Estados Unidos aproximadamente en 13.000 millones de dólares americanos en un periodo de seis años. El coste social se considera que es incluso mayor. En palabras del

108

GAO, U.S., *Employee Stock Ownership Plans on the financial: little evidence of effect on corporate control performance*", Washington D.C., GAO/PEMD, October 1987.

Employee Benefit Research Institute¹⁰⁹, "los ESOPs son un vehículo más arriesgado para la jubilación que cualquier otro plan de beneficios". Otro de los costes derivados de la realización de los ESOPs aparece por la no diversificación de las inversiones realizadas por éste, puesto que se invierte sólo en acciones de la empresa garante del fondo o ESOP, coste que por el momento no ha sido cuantificado. A pesar de estos y otros inconvenientes, el Congreso de los Estados Unidos sigue fomentando la creación y participación en los ESOPs.

La relación existente entre los objetivos prioritarios de desarrollo del crecimiento económico y el fomento de la igualdad social, quedan patentes en los estudios realizados sobre las consecuencias conjuntas de la participación y la productividad. Autores como A.E. Durbar y S.C. Kumbhaker¹¹⁰ o A.

¹⁰⁹ Employee Benefit Research Institute, *Pension Plans and Financial Markets*, Doc 894672, June 1989.

¹¹⁰ DURBAR, A.E., AND KUMBHAKER, S.C., "An empirical investigation of the Association of Productivity with employee stock ownership plans", *Journal of the American Taxation Association*, n°14, pp. 22-38.

Tannenbaum, H. Cook y J. Lohmann¹¹¹ han tratado y desarrollado este tema. Un estudio realizado por la *U.S. General Accounting Office*¹¹² mide el efecto combinado de ambos parámetros: se produce un incremento en la productividad por trabajador de un 4-5%, respecto a la productividad que dichos trabajadores tenían antes de su participación en el ESOP.

Por otra parte, parece lógico que si los ESOPs proporcionan a la empresa un incremento en su productividad a través de la participación de los trabajadores en la propiedad, y este incremento en la productividad supone un incremento en la riqueza de la empresa, los ESOPs sean capaces a su vez de redistribuir la riqueza generada entre sus participantes. Es decir, el ESOP es un instrumento no solo creador de riqueza para la empresa sino también permite su mejor distribución entre los accionistas de la empresa.

¹¹¹ TANNENBAUM, A., COOK, H., AND LOHMANN, J., *The Relationship of Employee Ownership to the Technological Adaptativeness and Performance of Companies*, Ann Arbor, Mich: Institute for Social Research, 1984.

¹¹² CONTE, M.A., "Economic research and public policy toward employee ownership in the United States", ..., p. 428.

Desde el debate propiciado por el concepto de propiedad de la empresa, y con el intento de unir los dos objetivos prioritarios de crecimiento económico e igualdad social, el ESOP se vislumbra como el instrumento que permite la creación de riqueza para los participantes, la empresa y la economía en su conjunto.

7.- OTRAS TENDENCIAS DE LOS ESOPs.

Existe una nueva tendencia en los mercados que consiste en la creación de planes de beneficios y de contribución para los trabajadores cuya característica principal se refiere a que las acciones de dichos planes se cotizan en dos o más mercados internacionales. Este tipo de planes ha recibido el apoyo de la comunidad internacional de forma que se ha incentivado a directivos y trabajadores para que los lleven a cabo.

Si una empresa con filiales fuera de los Estados Unidos dispone de un ESOP y lo considera una operación beneficiosa para la empresa y para los empleados, lo más normal es que quiera extender el plan a todos sus trabajadores, incluidos a los no estadounidenses. Sin embargo, la internacionalización

de estos planes ha contado con serias dificultades, principalmente de carácter legal, que ha llevado a que muchas empresas abandonen hasta ahora la idea de internacionalizar sus operaciones en este ámbito.

La aparición de estos planes de carácter internacional es en realidad consecuencia de los profundos cambios de carácter social, político y económico que se han producido y se están produciendo en la sociedad, y de cómo la comunidad internacional busca y encuentra una salida a dichos cambios. A partir de la mitad de la década de los ochenta, las distintas políticas laborales encaminadas a reducir la tasa de desempleo, la desregulación y liberalización de los mercados financieros a nivel internacional, la reducción e incluso eliminación de las tarifas y barreras arancelarias, el impacto de la revolución tecnológica en la economía y en la sociedad, etc., políticas que en ocasiones han ayudado a las empresas y en otras las han perjudicado, han hecho que el proceso de revitalización de las empresas que se llevaba a cabo, tocara a su fin.

Estos cambios se traducen en el ámbito económico en ciertas variaciones en la forma de dirigir una empresa: se reduce drásticamente el número de directivos de alto nivel con altos sueldos, se eliminan muchos servicios internos de la empresa que a partir de estos momentos se adquirirán en el exterior a un precio fijo y por un tiempo determinado, se reducen las contrataciones y subcontrataciones, se produce un cambio en la remuneración de directivos y trabajadores a los que se les incentiva¹ para que participen en la propiedad de la empresa como forma de aumentar su lealtad y su productividad², etc.

Consecuentemente comienza un profundo y generalizado proceso de reestructuración empresarial motivado por los cambios económicos, que se traducen en cambios sociales. Estos cambios se refieren, entre otras cosas, a la forma en que se remunera a los trabajadores y a la forma en que estos desarrollan su trabajo, de manera que la creencia tradicional de los

¹ CROCKETT, B.L., "Using compensation to court commitment", *Chief Executive* n°88, Sep. 1993, pp. 56-59.

² JUREK, W., "Airlines and employee ownership", *Corporate Growth Report*, (Weekly), n°775, Jan. 3, 1994, p. 7028.

trabajadores de que el trabajo duro, la lealtad y la mejora en la productividad se traducían en una mayor seguridad y un trabajo a largo plazo, ha dado pie al traspaso de parte de la propiedad de la empresa a los trabajadores³, así como a una mejora en el mercado del trabajo especializado.

Con el proceso de revitalización de empresas, se produjo un fuerte incremento en el número de ESOPs establecidos y en el número de trabajadores que participaban en los ESOPs, si bien como ya se ha indicado, dicho proceso toca a su fin a finales de la década de los ochenta. El *National Center for Employee Ownership*⁴ (NCEO) proporciona datos sobre la recesión sufrida por los ESOPs en 1992:

- * En 1992, se establecieron en los Estados Unidos 275 nuevos ESOPs, que involucraron aproximadamente a unos 170.000 trabajadores.

³ BURZAWA, S., "Employee ownership = governance: Panel", *Employee Benefit Plan Review* V.48, n°2, Aug. 1993, pp. 32-36.

⁴ CHARLES D. SPENCER & ASSOCIATES, "ESOPs, employee ownership evolve", *Employee Benefit Plan Review* V.48, n°2, Aug. 1993, p. 28.

- * Los datos relativos a 1992, sitúan el crecimiento de los ESOPs en aproximadamente la mitad de la tasa de nuevos planes y en un tercio de la tasa de participación de trabajadores respecto a los años anteriores sin recesión.
- * En 1992, se terminaron de establecer 400 ESOPs con 345.000 participantes, lo que sitúa el número total de ESOPs establecidos en los Estados Unidos en 1992 en 9.764, siendo el número de trabajadores involucrados en un ESOP de cerca de 11,2 millones.

La razón de ésta recesión en el número de ESOPs y en el número de participantes en la primera mitad de la década de los noventa tiene su origen en la propia finalidad de los ESOPs y es su privilegio de financiación respecto a otros planes de beneficios y contribución de los trabajadores. Para C. Rosen⁵ la recesión de los ESOPs se debe "a que los ESOPs son más

⁵

COREY ROSEN es el director del *National Center for Employee Ownership*, institución dedicada al estudio y análisis de los ESOPs, situada en Oakland, California, USA.
CHARLES D. SPENCER & ASSOCIATES, "ESOPs, employee ownership evolve", ..., p. 28.

beneficiosos cuando se pide dinero prestado", es decir, los ESOPs más beneficiosos como fuente de financiación son los ESOPs apalancados. Recordemos que los ESOPs apalancados podían pedir dinero prestado mediante tres formas distintas de préstamos⁶, préstamos a los ESOPs apalancados, préstamos de asignación inmediata y préstamos respaldados⁷, garantizados por los activos de la empresa patrocinadora y los flujos futuros del ESOP.

Ahora bien, en una recesión económica como la que se está sufriendo actualmente, las empresas están reacias a pedir dinero prestado y los bancos a su vez también están reacios a prestar dinero. Las variaciones de los tipos de interés, la inflación y las políticas económicas entre otras cosas, ha hecho que las empresas intenten reducir sus necesidades de financiación y busquen fuentes alternativas⁸. Por ello, se ha producido un incremento en el número de ESOPs no

⁶ KAPLAN, J., "How to lend to ESOP borrowers", *Comercial Lending Review* V.8, n°4, Fall 1993, pp. 22-28.

⁷ Sobre los préstamos en los ESOPs veáse el capítulo 4 de ésta Tesis Doctoral.

⁸ GLEESON, R., "The new professionals", *Australian Accountant* V.63, n°8, Sep. 1993, pp. 46-48.

apalancados frente a los ESOPs apalancados dentro de la reducción global.

Por otra parte, la consecuencia y el origen de la recesión en el número de ESOPs también se puede encontrar en las variaciones que han sufrido las motivaciones para implementar los ESOPs a lo largo del tiempo, así como en el tipo de empresa que quería instaurarlo. Durante años, la finalidad principal para las pequeñas empresas ha sido la necesidad de transmisión del negocio⁹. El ESOP proporcionaba un comprador interesado e involucrado, permitiendo al propietario obtener fondos fiscalmente favorecidos, a la vez que podía deshacerse de todo o parte de la empresa. Para las grandes empresas existían dos finalidades primordiales durante la década de los ochenta: por una parte, la defensa anti-OPA¹⁰ era un arma indispensable en el ambiente de tiburones financieros reinante; por otra parte, se utilizaron los

⁹ LAMMERS, T., "Exit capital: The perfect buyers", *INC.* V.16, n°2, Feb. 1994, pp. 49-53.

¹⁰ GARBER, S.D., "Using the litigation club in fair value enforcement", *Mergers & Acquisitions* V.28, n°5, Mar./Apr. 1994, p. 32.

ESOPs como medio para incrementar el Capital Social¹¹ de la empresa con unas bases fiscalmente favorables.

Las motivaciones reales que hoy en día llevan a una empresa, grande o pequeña, al establecimiento de un ESOP, se centran en dos aspectos: en primer lugar, las empresas utilizan los ESOPs con la finalidad principal de proporcionar un fondo de pensiones¹² o cualquier otra forma de beneficio para los trabajadores en su jubilación¹³; en segundo lugar, se utiliza como una importante fuente de financiación¹⁴ en el caso de fusiones y adquisiciones de empresas¹⁵. La base para la creación de los ESOPs reside en la necesidad de hacer que los trabajadores participen en la propiedad de la

¹¹ MANO, R.M., AND DEPPE, E.D., "The ESOP fable: Employees beware!", *Compensation & Benefits Review* V.26, n°6, Nov./Dec. 1994, pp. 44-48.

¹² CONTE, M.A., "Economic research and public policy toward employee ownership in the United States", *Journal of Economic Issues* V 28, n°2, Jun. 1994, pp. 427-437.

¹³ HANNON, J.P., "Should your company adopt an ESOP?", *Management Accounting (USA)* V.70, Jan. 1989, pp. 31-35.

¹⁴ FEINBERG, P., "ESOP boom draws legislative attention, market doubts", *Corporate Cashflow Magazine* V.10, Aug. 1989, pp. 50-51.

¹⁵ BAKER, D., AND JUHL, P., "Grabbing ESOP dollar", *Corporate Cashflow Magazine* V.9, Oct. 1988, pp. 60-63.

empresa, que se sientan involucrados en la marcha de la empresa, principalmente en el control de calidad, si bien como se ha indicado, pueden participar o no directamente en la dirección.

El conjunto de los cambios económicos, sociales y políticos ha hecho que la fórmula tradicional de los ESOPs se transforme para adaptarse a las nuevas circunstancias, desarrollándose nuevos planes con carácter nacional e internacional. Si como se ha analizado en el capítulo anterior¹⁶, los ESOPs son instrumentos que proporcionan un incremento de riqueza a los trabajadores, las empresas que los utilizan y a la economía en su conjunto¹⁷, las compañías con filiales fuera del territorio de los Estados Unidos intentarán trasportar este instrumento fuera de sus fronteras y hacer partícipes a todos sus trabajadores de los beneficios del plan.

¹⁶ Capítulo 6: "Los ESOPs como medio de creación de riqueza".

¹⁷ SELERS, K.F., HAGAN, J.M., AND SIEGEL, P.H., "Employee stock ownership plans and shareholder wealth: An examination of the market perceptions of the non-tax effects", *Journal of Applied Business Research* V.10, nº3, Summer 1994, p. 45.

7.1.- INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS ESOPS.

Si los trabajadores de una división o filial se favorecen de los beneficios de los ESOPs, ¿por qué no los del resto de las divisiones internacionales?. Si se trata de un instrumento que crea riqueza dentro de las fronteras nacionales, también lo hará si se utiliza con carácter internacional, sobre todo si se analizan los ESOP independientemente de los incentivos fiscales que pueda proporcionar el país para su establecimiento.

Ahora bien, no es lo mismo instaurar ESOPs de nueva creación en países donde no existían, que exportar uno existente en una empresa multinacional, normalmente estadounidense, fuera de sus fronteras¹⁸. El hecho de que cada vez más los beneficios y los trabajadores de las empresas estadounidenses provengan de fuera de los Estados Unidos, sólo tiene sentido si se internacionaliza la propiedad de la empresa a todos los trabajadores. Sin embargo las empresas que sienten

¹⁸

Puede darse el caso de que la empresa matriz en la que se instaura el ESOP no sea norteamericana y tenga filiales por el mundo. En este caso el proceso es el mismo, teniendo en cuenta las variaciones legales de los distintos países.

deseos de internacionalizar sus ESOPs se encuentran principalmente con dos problemas:

- 1) En primer lugar, la existencia de muy diversas legislaciones fiscales en los distintos países hace casi imposible el establecimiento de un ESOP con características comunes para todos los países y todos los trabajadores.
- 2) En segundo lugar, puesto que no todos los trabajadores internacionales pueden llegar a ser propietarios de la empresa, un plan global puede no tener éxito.

Sin embargo, a pesar de éstos inconvenientes, para J.R. Gates y D.E. Reid¹⁹ "se está constituyendo un nuevo modelo para la internacionalización de los ESOPs, con la promesa de crear una nueva forma de estrategia de financiación empresarial y de beneficio para los trabajadores". Los ESOPs internacionales operan

¹⁹ GATES, J.R., AND REID, D.E., "Translating your ESOP abroad", *Financial Executive* V.10, n°4, Jul./Aug. 1994, p. 26.

generalmente a través de un trust, normalmente una asociación profesional de trusts²⁰ con una buena localización geográfica, que instaure los ESOPs en los distintos países eludiendo las regulaciones nacionales que puedan serles desfavorables.

Con la mediación de estas asociaciones, los ESOPs internacionales pueden proporcionar a la empresa y a los trabajadores tantos beneficios como los ESOPs de los Estados Unidos, pudiéndose establecer rápidamente y a un coste razonable. Recordemos que el elevado coste es uno de los principales problemas para el establecimiento internacional de los ESOPs. Los ESOPs internacionales reciben contribuciones de los ESOPs establecidos por las empresas subsidiarias en los distintos países. El ESOP utiliza estos fondos para la compra de las acciones de la empresa matriz o para devolver el préstamo pedido para la compra de dichas acciones si se trata de un ESOP apalancado.

En realidad, el objetivo último de los ESOPs

²⁰

Una asociación de trusts muy utilizada es la denominada JERSEY, situada en *Channel Islands*, USA.

internacionales es establecer un réplica metodológica y de beneficios fiscales de los ESOPs estadounidenses. En los ESOPs de norteamérica, una empresa establece un trust o ESOP que adquiere las acciones de la empresa y las mantiene hasta que se traspasan a los trabajadores o estos se retiran. Los propietarios de la empresa reciben una deducción fiscal por el coste del establecimiento del plan, y los trabajadores participantes del ESOP, puesto que no tienen acceso directo a sus acciones, difieren el pago de impuestos hasta que efectivamente disponen de las mismas.

Las empresas que desean exportar su ESOP a las filiales, pueden establecer lo que J. Ertl²¹ denomina un "plan global de transferencia de acciones a los trabajadores" o *global employee stock ownership plan (GESOP)*. Se trata de un plan de contribución del tipo de los planes de reparto de dinero, con cierta mezcla de plan de ahorro contributivo.

Puesto que los ESOPs internacionales intentan

²¹ ERTL, J., "Knitting a global work force together", *Pension World* V.29, n°11, Nov. 1993, p. 48.

ser una réplica de los ESOPs USA, los *GESOP* funcionarán de la siguiente manera²²: mensualmente se deduce de la nómina de los trabajadores un porcentaje concreto²³ que se entrega al plan en forma de contribuciones, de manera que éste, con carácter mensual, invierte el dinero de las contribuciones en acciones de la empresa patrocinadora de la operación.

Al igual que en los ESOPs hasta aquí estudiados, en los *GESOPs* existe un trust, para nosotros *GESOP*, que retiene en su poder las acciones hasta que son asignadas a los trabajadores, y que se encarga de la compra de las mismas. Las contribuciones se envían en la moneda nacional, es decir, en divisas y se convierten en dólares USA²⁴, normalmente la moneda

²² ERTL, J., "Knitting a global work force together", ..., p. 48.

²³ El máximo porcentaje a deducir de la nómina en forma de contribuciones es del 25%.
BERKA, J.W., "Winning with ESOPs is no fable", *Life Association News* V.89, n°4, Apr. 1994, p. 90.

²⁴ La conversión de las contribuciones en divisas de los distintos países a dólares USA, conlleva una serie de problemas a tener en cuenta como por ejemplo, la inflación o las variaciones en los tipos de cambio y cotizaciones de las distintas divisas. Estas situaciones están reguladas por la Norma contable *FASB Statement* n°92.
VOLKERT, L.A., "Foreign currency translation, EPS and ESOPs and alternative revenue programs of rate-regulated

del país de la empresa matriz, de manera que una vez convertidas todas las contribuciones a dólares USA es el GESOP el que se encarga de la compra de las acciones de la empresa con carácter mensual. El GESOP dispone de compartimentos separados para cada país, llevando una contabilidad independiente para cada uno de ellos, de manera que en cada uno de éstos compartimentos los trabajadores de cada país tiene una cuenta individual²⁵.

La empresa H.B. FULLER es un buen ejemplo de como se internacionaliza un ESOP²⁶. H.B. FULLER es una empresa de la rama química y de pinturas con base en St. Paul, Minnessota, USA. La intención por la que la empresa internacionalizó su ESOP reside en la idea de que el ESOP incrementa la lealtad de los trabajadores y proporciona una importante fuente de financiación. La empresa, con 6.000 trabajadores, estableció un ESOP internacional en 1992 como parte de una estrategia a

utilities", *Journal of Accountancy* V.175, n°1, Jan. 1993, pp. 91-94.

²⁵ ANON, "FASB OKS AICPA ESOP position statement", *Practical Accountant* V.26, n°11, November 1993, pp. 71-73.

²⁶ GATES, J.R., AND REID, D.E., "How one firm's ESOP builds bridges overseas", *Financial Executive* V.10, n°4, Jul./Aug. 1994, p. 27.

largo plazo en la que se intentó hacer a los trabajadores propietarios, establecer una cultura corporativa común y fomentar la cooperación entre las distintas filiales de todo el mundo. En un principio, el plan cubría sólo nueve de los treinta y cinco países en que opera la empresa. En 1993, la empresa extendió el plan a cuatro países más, y en 1994 a otros doce.

La empresa H.B. FULLER está utilizando su ESOP internacional para adquirir aproximadamente el 5% de sus necesidades anuales de capital, además de las acciones que adquieren sus trabajadores de los Estados Unidos vía un plan de reparto de beneficios independiente del ESOP que patrocina la empresa. A finales de 1994, cerca de 5.100 trabajadores participaban del ESOP de los que unos 2.500 eran trabajadores no estadounidenses repartidos por todo el mundo. El ESOP llegará a tener entre un 20% y un 30% de las acciones de la empresa, para lo que H.B. FULLER proporcionó 400.000 dólares durante los tres primeros años para el establecimiento del ESOP, los costes legales y administrativos, la comunicación con los trabajadores, etc.

Actualmente la empresa tiene la política de que las filiales sólo tienen la obligación de realizar contribuciones al ESOP internacional si los beneficios mundiales exceden del 2,7 de las ventas²⁷. Se trata de un ESOP no apalancado por lo que cada filial contribuye al fondo con sus propios beneficios. El trust o ESOP, utiliza estas contribuciones para comprar acciones de la empresa, utilizando también los dividendos²⁸ de las mismas para la compra adicional de acciones.

Todos los ESOPs nacionales de las empresas subsidiarias de H.B. FULLER son esencialmente lo mismo, si bien en cada país pueden darse peculiaridades concretas. Por ejemplo, Canadá o Nueva Zelanda exigen la adaptación de ciertos documentos a las leyes locales, o el caso de Honduras y Brasil en el que el ESOP no es operable por las dificultades y

²⁷ La práctica más habitual es que las contribuciones se refieran a los distintos beneficios nacionales de forma independiente con el resto de los países. Es importante entender que las contribuciones en los Estados Unidos son un porcentaje sobre los salarios o sobre los beneficios.

²⁸ A demás de la compra de acciones adicionales, los dividendos se pueden utilizar para la devolución del préstamo pedido para la compra de acciones, en el caso de un ESOP apalancado.

prohibiciones que tiene los trabajadores para comprar acciones.

Los ESOPs internacionales pueden revestir cualquiera de las formas de ESOPs estudiadas, principalmente los ESOPs no apalancados y los ESOPs apalancados, con características de funcionamiento y resultados similares a los ESOP tradicionales de los Estados Unidos.

Ahora bien, una empresa estará dispuesta a instaurar un ESOP en una subsidiaria o filial fuera de sus fronteras cuando los ESOPs internacionales le proporcionen ciertas ventajas, algunas de las cuales se indican a continuación²⁹:

- 1) Los ESOPs internacionales permiten eludir a las empresas ciertas regulaciones nacionales sobre la provisión de fondos para la jubilación. Por ejemplo, en algunos países los trabajadores tienen que pagar impuestos por la compra de las acciones.

²⁹ GATES, J.R., AND REID, D.E., "Translating your ESOP abroad", ..., pp. 26-29.

Si éstas se encuentran depositadas en el ESOP, y el trabajador no dispone de ellas, puede aparecer un problema cuando los trabajadores no quieran pagar impuestos sobre esas acciones, aunque sean de su propiedad.

La forma de eludir este tipo de reglas es el establecimiento de un plan común para todos los países donde se quiere expandir el ESOP, de forma que el ESOP internacional o *GESOP* proporcione por otras vías beneficios similares que los que reciben los trabajadores de la empresa matriz.

- 2) La existencia de cuentas individuales para cada trabajador separadas y administradas de forma independiente para cada país, permite diferir en el tiempo tanto los beneficios derivados de la operación como los impuestos por llevarla a cabo hasta el momento en que las acciones son realmente entregadas y canjeadas en la jubilación, pero sólo por el valor depositado en sus cuentas.

La empresa suele realizar la liquidación no en

acciones como ocurre en los ESOPs tradicionales, sino en la moneda del país, proporcionando a los trabajadores los fondos necesarios para el pago de los impuestos. Con esta medida se intentan eludir los posibles controles de divisas en los países para la transmisión de los fondos de los ESOPs nacionales al trust para la compra de acciones de la empresa matriz. Por otra parte, se intentan eludir las fluctuaciones en el valor de las acciones de la empresa matriz así como las variaciones de los tipos de cambio de las distintas divisas³⁰.

- 3) En función de las regulaciones de los distintos países y siempre en función de lo que más beneficie a los trabajadores, la empresa puede utilizar los dividendos de las acciones para el pago de la deuda de los ESOPs apalancados, puede distribuir los dividendos entre los accionistas o

³⁰ Estos riesgos se pueden cubrir mediante nuevos instrumentos financieros, como las opciones, los futuros o los swaps. Sobre este tema véase: DÍEZ DE CASTRO, L., Y MASCAREÑAS, J., *Ingeniería Financiera, La Gestión de los Mercados Financieros Internacionales*, McGraw Hill, 2ª edición, Madrid 1994. RINGER, R., "Waiting for FASB", *CFO: The Magazine for Senior Financial Executives* V.10, nº6, June 1994, p. 15.

bien puede acumular dichos dividendos a las cuentas particulares de los trabajadores, comprando más acciones con dicho dinero.

Asimismo se establecerán ciertos derechos, incluido el derecho de voto, sobre algunas o todas las emisiones de acciones para los participantes.

- 4) En la mayoría de los países industrializados (Japón, Alemania, Hong Kong, Francia o el Reino Unido), los pagos realizados por los ESOPs nacionales al ESOP internacional, se consideran gastos fiscalmente deducibles. Además, las leyes normalmente permiten a las empresas devolver los préstamos al ESOP con fondos antes del pago de los impuestos, por lo que los beneficios son aún mayores.

Pueden existir acuerdos especiales, normalmente con carácter nacional, que proporcionan a los ESOPs internacionales ventajas adicionales. Por ejemplo, acuerdos que permitan reducir los impuestos sobre los dividendos que la empresa

matriz de los Estados Unidos paga por las acciones en poder de los distintos ESOPs nacionales.

- 5) Los ESOPs internacionales se utilizan como una importante técnica de estrategia financiera, puesto que las empresas pueden utilizar este instrumento a nivel internacional para obtener dinero con la recompra de acciones, diversificar sus filiales, refinanciar los créditos existentes, etc.
- 6) Estos ESOPs proporcionan a las empresas un excelente vehículo para la negociación con los sindicatos.

Por ejemplo³¹, el sindicato del acero en los Estados Unidos, comenzó una negociación para salvar puestos de trabajo y las pensiones de los trabajadores en 1980 a través de un ESOP. Los sindicatos locales estuvieron de acuerdo en reducir los salarios de los trabajadores de

³¹ GATES, J.R., AND REID, D.E., "Translating your ESOP abroad", ..., p. 28.

ciertas empresas a cambio de obtener acciones, de forma que utilizando un ESOP, éste financiaba el 30% o más del precio de las acciones. Esta estrategia se denomina "estrategia de la rebaja", y ha permitido que más de 70.000 miembros del sindicato puedan participar en el ESOP, con lo que se consiguió mantener la actividad y los empleos en 36 de las 39 empresas en que fue instaurado el plan.

Este tipo de operación no siempre se puede dar en los ESOPs internacionales por las restricciones laborales nacionales o locales. En países como Alemania, la ley exige que los ESOPs sean aprobados por los Ayuntamientos donde se van situar las empresas conforme a las normas laborales del lugar. En otros países, los ESOPs se consideran parte de los requisitos para acceder a un puesto de trabajo. En estos casos el plan internacional o *GESOP* debe establecer una "estrategia de rebaja" global que abarque a todos los trabajadores de los distintos ESOPs nacionales.

7.2.- LA NUEVA GENERACIÓN DE ESOPs.

Para que exista la posibilidad de internacionalizar los ESOP, es importante que exista la posibilidad de instaurar estos instrumentos fuera de los Estados Unidos. En realidad se trata de un instrumento ampliamente difundido, si bien las características de los ESOPs dependen de los distintos países. Las diferencias en las legislaciones y en la cultura societaria de los distintos países hace que los ESOPs, aún teniendo una importante base común, tengan notables diferencias de constitución y funcionamiento para adaptarse a las circunstancias económicas, políticas y sociales de cada país. Sólo se realizará un breve análisis de éstos ESOPs, por tratarse de un tema suficientemente amplio como para desarrollar por sí mismo una tesis; por ello no se van a analizar las diferencias entre los distintos países, si bien se describirán las más importantes en alguno de ellos.

El estudio se centrará en como los distintos países crean nuevos ESOPs como respuesta a los importantes cambios económicos, políticos y sociales de

la comunidad internacional, estableciendo lo que vamos a denominar "planes de nueva generación"³². Estos planes de nueva generación intentan además solucionar los problemas e inconvenientes de los ESOPs tradicionales confiriendo a éste instrumento una nueva vertiente para su desarrollo y expansión.

Para poder realizar un análisis rápido de la gran variedad de ESOP existentes hoy, y de los planes de nueva generación que se están estableciendo, se realizará el estudio en base a tres grandes grupos:

- 1) El primer bloque engloba el centro neurálgico de los ESOPs: Estados Unidos, Canadá y Australia.
- 2) En segundo lugar, se analizará los ESOPs en el Reino Unido como referencia especial dentro del marco europeo.
- 3) Por último, se hará una especial referencia a los ESOPs japoneses.

³²

GLESSON, R., "Employee share plans: On or off?", *Australian Account* V.63, n°11, Dec. 1993, p. 43.

7.2.1. Estados Unidos y su ámbito.

a) E.E.U.U. y Canadá:

El tipo más importante de ESOPs a nivel internacional son los ESOPs USA³³. Este instrumento es la referencia básica para la instauración y establecimiento de los ESOPs en el resto del mundo. Es decir, lo que otros países intentan es establecer una réplica metodológica, de incentivos fiscales y de beneficios de los ESOPs USA, como se ha indicado. Los ESOPs en Canadá son una réplica casi exacta de los ESOPs USA, que incluso se rigen por las mismas leyes, por lo que se analizaran conjuntamente³⁴. Esta Tesis Doctoral se centra principalmente en el estudio y análisis de los ESOPs USA tradicionales.

Ahora bien, aunque en norteamérica se utilizan

³³ Denominaremos ESOPs USA a los ESOPs tradicionales hasta aquí analizados, para diferenciarlos de los ESOPs de los distintos países.

³⁴ JONES, D.C., AND PLISKIN, J., "Unionization and the incidence of performance-based compensation in Canada", *Discussion Paper 89/4*, Department of Economic, Hamilton College, 1989.

principalmente los ESOPs tradicionales³⁵, han empezado a aparecer variaciones sobre el instrumento básico como, por ejemplo, los *KSOP* o los *Phanton* ESOPs.

- * Los *KSOP*: Son una variación de los tradicionales ESOPs a los que se le añade la posibilidad de establecer la provisión de los planes 401(K).

Se trata de un instrumento creado en 1990, que fue definido por B.L. Sellers³⁶ como "un instrumento que combina las características de participación en la propiedad de la empresa de los ESOPs con los incentivos al ahorro que proporcionan los planes 401(K)".

Los planes 401(K), tienen ésta denominación por estar reconocidos en en la Sección 401(K) del *Internal Revenue Code (IRC)*.

³⁵ Los que conocemos como ESOPs USA.

³⁶ SELLERS, B.L., "'KSOP': A plan that adds shareholder value", *ABA Banking Journal* V.85, n°7, Jul. 1993, p. 27.

Estos planes proporcionan a los trabajadores la opción de disponer de una parte de su salario bruto en forma de plan de jubilación cualificado, concediendo a los trabajadores la oportunidad de acumular fondos para el futuro, beneficiándose de un diferimiento en el pago de impuestos.

Una de las ventajas principales de éste instrumento se refiere a que cuando una empresa dispone de un *KSOP*, es decir, tiene un *ESOP* y un plan de contribución *401(K)* a la vez, las contribuciones realizadas al plan pueden ser invertidas no sólo en acciones de la empresa patrocinadora como sucede en los *ESOPs* tradicionales, sino también en cualquier otro tipo de inversiones.

- * Los *Phanton ESOPs*: Estos planes permiten que los intereses de los trabajadores estén del mismo lado que los intereses de los

accionistas³⁷.

Una de las ventajas de los *Phanton* ESOPs para la empresa es que permite enlazar el coste de la operación con la capacidad de pago de la empresa. Cuando los resultados financieros de la empresa son buenos, los empleados comparten con la empresa el éxito de la operación obteniendo mayores y mejores beneficios.

Cuando los resultados financieros no son tan buenos, los beneficios que reciben los trabajadores se reducen. De esta forma el coste de los beneficios pagados a los trabajadores por la empresa, también aumenta o disminuye en función de los resultados financieros³⁸.

³⁷ CAGGIANO, C., "The Inc. FaxPoll: Whose company is it, anyway?", *INC*. V.15, n°1, Jan. 1993. p. 16.

³⁸ OSTUW, R., "Retiree health account explored as DDB variation", *Pension World* V.29, n°7, Jul. 1993, pp. 32-33.

b) Australia:

Es uno de los países con mayor tradición en el establecimiento y uso de los ESOPs³⁹, así como en el desarrollo de nuevas tendencias y planes.

Los planes de nueva generación aparecen en Australia como consecuencia de los ya mencionados cambios económicos que se producen desde la mitad de la década de los ochenta.

Sin embargo, todos los nuevos planes creados en Australia tienen que cumplir las normas establecidas para los planes de transferencia de acciones a los trabajadores, denominados en Australia *Employee Share Acquisition Schemes* (ESAS) o comúnmente denominados por el término americano ESOPs Australia o ESOPs AUS.

El Gobierno Federal de Australia estableció en 1993 la Norma *The Income Tax Assessment Act* que en su *Section 26AAC* establece la forma de verificar

³⁹ RENTON, N., "Employee share schemes: a mixed blessing", *IPA Review* V.47, n°1, 1994, pp. 19-21.

si los nuevos planes cumplen las normas federales para el establecimiento de los planes de pensiones y las normas de política de jubilación de aquel país⁴⁰.

Algunos de los planes de nueva generación existentes en Australia son los siguientes⁴¹:

- * *Reward Share Plan*: Se trata de un plan establecido por la empresa LEND LEASE⁴². Este plan es un ejemplo de como se unifica la cultura empresarial y los incentivos a la participación de los trabajadores en la propiedad con el objetivo de incrementar la productividad y los beneficios.

⁴⁰ GLEESON, R., "The new professionals", ..., pp. 46-48.

⁴¹ GLESSON, R., "Employee share plans: On or off?", ..., pp. 45-46.

⁴² La firma LEND LEASE, con sede en Melbourne, Australia, es una empresa consultora dedicada a la instauración y establecimiento de planes de beneficios para los trabajadores. Se trata de una Empresa asociada a la *Australian Investment Management Group*, asociación dedicada al estudio de los ESOPs en Australia, así como al establecimiento de las bases económicas y legales para su desarrollo.

Los trabajadores de la empresa LEND LEASE son propietarios del 20% de la empresa, y obtienen además de los dividendos anuales sobre las acciones en su poder, el 5% de los beneficios de la empresa, siendo la tasa media de crecimiento de los beneficios del 15% en los últimos años.

- * *Pannel Kerr Forster Plan*: Se trata de un plan que se encuadra dentro de los planes de incentivos para los trabajadores o *Employee Bonus Plan (EBP)*.

El objetivo para la creación y establecimiento de estos planes fue la necesidad de igualar los distintos tramos de las contribuciones. En los ESOPs USA, lo más normal es establecer distintas contribuciones y distintos incentivos en función del tipo de trabajadores, separando a los trabajadores por tramos en función de su cualificación, sueldos y, por tanto, de los beneficios que reciben. Estos *EBP*

pretenden eliminar los tramos de trabajadores y sus distintas ventajas, intentando igualar las contribuciones para los distintos grupos sobre una misma base porcentual.

Por ejemplo, una empresa que contribuye al fondo del ESOP o ESOP con el 10% del salario de los directivos (un tramo de trabajadores) y el 5% del salario del resto de los trabajadores (el otro tramo), bajo éste plan de nueva generación deberá unificar a un mismo porcentaje, por ejemplo el 7%, las contribuciones realizadas al ESOP sobre los sueldos del total de los trabajadores.

- * *General Investment Saving Plan (GISP)*: Estos planes intentan eludir la barrera de las contribuciones mínimas.

Para muchas pequeñas y medianas empresas la existencia de contribuciones mínimas al ESOP, hace que el establecimiento de los

planes sea excesivamente caro y no puedan constituirlo. En los ESOPs australianos tradicionales, no se aceptan contribuciones por persona inferiores a, por ejemplo⁴³, 200 dólares al mes, 500 dólares al trimestre o 2.000 dólares australianos al año.

Para eludir esta norma, los *GISP* permiten a la empresa y a los trabajadores realizar las contribuciones acumulando en una cuenta bancaria los incentivos salariales, los ahorros de los trabajadores, los beneficios en forma de acciones, etc, de forma que éstos fondos se invertirán en el plan cuando la cantidad acumulada alcance los mínimos legales establecidos.

- * *Bridges Plan*: Plan creado por *The Independent Share Corporation of Australia*, que permite a los trabajadores realizar inversiones de forma individual y directa en

⁴³ GLESSON, R., "Employee share plans: On or off?", ..., p. 45.

las acciones de una cartera de valores recomendada por la empresa, y no sólo en las acciones de la empresa patrocinadora.

Lo que se intenta con los *bridge plans* es eludir el problema del riesgo asociado a la no diversificación de las inversiones como sucede en los ESOPs tradicionales.

7.2.2- El marco europeo.

El interés y la preocupación mostradas por la comunidad internacional a cerca del acceso de los trabajadores a la propiedad de la empresa, y más en concreto a través de los ESOPs, se refleja plenamente en toda Europa. En el año 1991, el Consejo de las Comunidades Europeas, uno de los brazos más importantes de la Unión Europea, recomendó a las empresas que facilitaran el acceso de los trabajadores a la propiedad, así como la creación de planes de beneficios

y de contribución para los empleados⁴⁴ si bien se trata de una idea con larga tradición. Sin embargo, después de la unificación europea, los esfuerzos para conseguir una política laboral, políticas de beneficios y políticas de pensiones y jubilación unificadas no han sido muy fructíferos.

Cada Estado dentro del marco comunitario, establece leyes diferentes para el acceso de los trabajadores a la propiedad y para la creación de los ESOPs, con las peculiaridades propias de cada nación. Francia⁴⁵, por ejemplo, además de fomentar la creación de los ESOPs tradicionales, incentiva otras formas de accionariado de los trabajadores: los planes de ahorro para los trabajadores⁴⁶, las opciones de suscripción o de compra de acciones, la adquisición de acciones de una sociedad privada por parte de los trabajadores en

⁴⁴ NATIONAL CENTER FOR EMPLOYEE OWNERSHIP, *The Employee Ownership Report* V.11, n°5, Oakland 1991, p. 4.

⁴⁵ REID, D., "ESOPs and other employee share schemes in the U.K., France and the Netherlands", *The Journal of Employee Ownership Law and Finance* V.3, n°4, 1991, pp. 51-74.

⁴⁶ Los planes de ahorro para los trabajadores son un sistema de ahorro colectivo que permite a los trabajadores participar en la constitución de una cartera de valores mobiliarios.

condiciones preferentes, la distribución de acciones a título gratuito, etc.

En el ámbito comunitario, la mayoría de los gobiernos nacionales proporcionan incentivos a la propiedad de los trabajadores, si bien no existe una política común y unificada para el conjunto de los Estados miembros de la Unión Europea⁴⁷. Algunos de los incentivos más tradicionales son los siguientes:

- * El Estado entrega una prima a pequeños contribuyentes para permitirles comprar acciones por cierto importe (Ley de los 624 DM en Alemania Federal o Ley de los 250 florines en Holanda).
- * El Estado puede exonerar a los trabajadores del impuesto sobre la renta de la parte correspondiente a los beneficios derivados de la venta de las acciones adquiridas dentro de ciertos programas de traspaso de acciones a los trabajadores, en concreto los ESOPs (Leyes de 1959

⁴⁷ BALLARÍN, E., CANALS, J., AND FERNÁNDEZ, P., *Fusiones y Adquisiciones de Empresas: Un Enfoque Integrador*, Alianza Editorial, Madrid 1994, pp. 176-186.

y 1967 en la R.F.A., y Ley de 1978 en Holanda y Dinamarca).

A pesar de las peculiaridades de cada Estado para la instauración de los ESOPs, la base es común puesto que intentan ser una réplica de los ESOPs USA. El Estado europeo con más tradición en el uso de los ESOPs es el Reino Unido, siendo además el de mayor desarrollo de planes de nueva generación, por lo que se hará especial referencia a los ESOPs de este país, así como una breve referencia a los ESOPs en el Estado español.

a) U.K.:

El Reino Unido ha participado de forma activa en el debate internacional sobre la importancia de la participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa, reflejando su preocupación en el establecimiento de incentivos para la creación de planes de transferencia de acciones a los trabajadores y en el seguimiento de la evolución de dichos planes.

Entre las distintas formas que el gobierno del Reino Unido incentiva a la participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa, encontramos operaciones como la compra de acciones, los buy-outs, los buy-ins o los ESOPs UK.

Respecto a la importancia de los ESOPs UK⁴⁸, el centro para el estudio de los ESOPs o *ESOP Centre* en Londres, indica que en agosto de 1991 existían más de 50 empresas con ESOPs diseñados específicamente para beneficiar a la mayoría de los trabajadores de dichas empresas en el Reino Unido⁴⁹.

Los ESOPs UK son también una réplica de los ESOPs USA con ciertas diferencias en las que no se va a entrar, que han dado origen a dos tipos de ESOPs característicos: los *Case Law* ESOPs y los

⁴⁸ THOMPSON, J.K., "Promotion of employee ownership through public policy: the British example", *Journal of Economic Issues* V.27, n°3, Sep. 1993, pp. 825-847.

⁴⁹ GREGG, P.A., AND MACHIN, S.J., "Unions and the incidence of performance linked pay schemes in Britain", *International Journal of Industrial Organization* V.6, n°1, March 1988, p. 95.

Statutory ESOPs.

- * Case Law ESOP⁵⁰: Los Case Law ESOPs aparecieron en 1987 cuando los miembros del despacho de abogados más importante de Londres, decidieron unir las leyes sobre planes de beneficios con las leyes sobre trust, con el objetivo de crear su propio ESOP.

Utilizando este tipo de ESOP muy similar a los tradicionales ESOPs USA, las empresas pueden obtener deducciones fiscales por las contribuciones realizadas al plan. Estos fondos son utilizados por el ESOP para devolver el préstamo pedido para la compra de acciones de la empresa garante. La mayoría de los ESOPs existentes actualmente en el Reino Unido se han instaurado bajo este formato.

⁵⁰

NATIONAL CENTRE FOR EMPLOYEE OWNERSHIP, *The Employee Ownership Report* V.10, n°3, 1990, p. 1.

Entre las diferencias con los ESOPs USA se encuentra que en los Case Law ESOPs sólo pueden participar los trabajadores y no los directivos.

- * *Statutory ESOP*: Fueron creados en 1989 por la *Finance Act* con la idea de proporcionar a los ESOPs más incentivos fiscales que los que disponían el resto de los planes de contribución en el Reino Unido. Estos ESOPs tienen como ventaja que los trabajadores reciben una parte de las acciones antes de la jubilación. Sin embargo los principales inconvenientes de este tipo de ESOPs son que excluye la posibilidad de instaurarse en empresas extranjeras o subsidiarias, que se cede el control de la empresa al ESOP y la necesidad de incluir en el plan a todos los trabajadores a tiempo completo de la empresa⁵¹.

⁵¹

THOMPSON, J.K., "Promotion of employee ownership through public policy: the British example", ..., p. 830.

A diferencia de los *Case Law* ESOP, los *Statutory* ESOPs si permiten a los directivos participar en el plan junto con el resto de trabajadores.

Los ESOPs tradicionales, si bien se siguen utilizando, han evolucionado dando origen a nuevas formas que constituyen la nueva generación de ESOPs, siendo los más comunes los siguientes:

- * *Share Option Schemes*: Este tipo de planes tienen la característica de involucrar a todos los trabajadores de la empresa, a diferencia de los tradicionales ESOPs USA en los que sólo se proporcionaba opciones sobre acciones a cierto tipo de trabajadores, principalmente a los ejecutivos.

Se trata de un instrumento común en el Reino Unido: datos proporcionados por the *Inland Revenue* estiman que en Marzo de 1993, aproximadamente 1,4 millones de trabajadores

y directivos en el Reino Unido recibieron acciones u opciones sobre acciones a través de los *share option schemes* por valor de 3,8 billones de libras esterlinas⁵².

Sin embargo, estos planes tienen el inconveniente de no tener suficientes incentivos fiscales para los propietarios, mientras que los trabajadores consideran las ganancias provenientes de las opciones como una paga extraordinaria y no como un incentivo para mejorar la productividad.

- * *Profit-related Pay (PRP)*: Estos planes se establecen para sustituir una parte de la paga básica de los trabajadores, por un tramo salarial ligado a la productividad de la empresa, con el intento de introducir flexibilidad en los salarios, reduciendo la necesidad de recortes laborales en periodos de recesion económica.

⁵²

ANON, "The effectiveness of financial participation reviewed", *Industrial Relations Review & Report* n°561, Jun. 1994, p. 3.

El número de PRP ha experimentado un rápido crecimiento desde principios de los años 90. En enero de 1990 the Inland Revenue tenía registrados 1.112 PRP, habiéndose incrementado la cifra hasta 7.039 planes al final de marzo de 1994.

- * *Public Employee Stock Ownership Plan (PESOP)*: Se trata de los ESOP establecidos para privatizar empresas públicas, en las que los trabajadores pueden ser propietarios de una parte de la empresa a través del PESOP⁵³.

El funcionamiento de los PESOP es el mismo que el de los ESOPs USA, con la peculiaridad de que en este caso, por cada acción que compra un trabajador a la empresa a través del PESOP, el gobierno que es el propietario de la empresa, contribuye al PESOP con cierto número de acciones como forma de

⁵³ EGGERS, W.D., AND O LEARY, J., "Overcoming public employee opposition to privatisation", *Business Forum* V.19, n°1 and 2, Winter/Spring 1994, pp. 16-19.

sociedades colectivas, sociedades comanditarias, etc⁵⁷.

Todas estas figuras están bastante extendidas en el territorio español⁵⁸, presentando diferencias respecto a los ESOPs, instrumento que si bien no está reconocido como tal, si se practica. Entre las diferencias que presenta el instrumento objeto de estudio con respecto a las figuras más típicas en España, las Sociedades Cooperativas⁵⁹ y

⁵⁷ COMUNIDAD EUROPEA: Reglamento 2137/1985/ CEE del Consejo, de 25 de julio, relativo a la constitución de las Agrupaciones Europeas de Interés Económico (AEIE), D.O.C.E. N. L. 199/1-11 de 31 de julio.
DIÉZ DE CASTRO, L.T., "la sinergia de la cooperación", en VARIOS: *I Congreso de Economía Social de Galicia*, Dirección Xeral de Traballo de la Consellería de Traballo e Servizos Sociais, Santiago de Compostela, 1991, pp. 479-482.

⁵⁸ Existen numerosas experiencias en España de Sociedades Cooperativas, si bien la más conocida por su éxito y desarrollo es el caso de Mondragón. Para más información a este respecto véase, por ejemplo, SUÁREZ SUÁREZ, A.S., "Caminando en la utopía: la experiencia cooperativa de Mondragón", *Revista de Economía y Empresa*, nº1, 1978.

⁵⁹ GARCÍA GUTIERREZ, C., "La concentración económico-empresarial (los conglomerados) de Sociedades Cooperativas", *Comunicación presentada en el XIX Congreso Internacional de la Economía Pública, Social y Cooperativa*, CIRIEC, Valencia 1992.
GARCÍA GUTIERREZ, C., "Las personas jurídicas como socios de las sociedades cooperativas de primer grado, o cooperativas propiamente dichas en España: Necesidad de una revisión legal", *REVESCOO*, nº60, 1994, pp. 61-76.

Sociedades Anónimas Laborales⁶⁰, podemos destacar las siguientes, haciendo hincapié en que dichos instrumentos no son objeto de este estudio, aunque si es precisa una breve referencia a los mismos:

* Mientras que los ESOPs se constituyen como un importante incentivo tanto a directivos como a trabajadores para su participación en la propiedad y control de la empresa, en las empresas cooperativas y SALES no se dá la especialización y los mecanismos de control típicos de la empresa capitalista. Al contrario que en muchas empresas cooperativas y SALES, la empresa con ESOP sigue siendo dirigida con los criterios propios de una empresa privada, ganando en eficiencia y acceso a los mercados financieros.

* La participación de los trabajadores en la

60

LEJARRIAGA PÉREZ DE LAS VACAS, G.R., *La Sociedad Anónima Laboral como forma de empresario: aspectos financieros (Incidencia de las innovaciones introducidas por la Ley 19/1989 de Reforma de la Legislación mercantil en materia de Sociedades)*, Tesis Doctoral, Universidad Complutense, Madrid, 1991.

propiedad de la empresa en el caso de las SALES es de al menos el 51% de las acciones⁶¹, mientras que los trabajadores participantes en un ESOPs pueden poseer desde un 5% al 100% de la propiedad de las acciones. A demás, la toma de decisiones de la sociedad se encuentra en manos del colectivo de trabajadores, mientras que en el ESOP son los directivos los que dirigen la empresa.

- * Pueden aparecer problemas derivados del carácter colectivo de la propiedad. Cuando se incorporan nuevos socios a la sociedad, estos suelen participar con igualdad de los frutos de las inversiones realizadas con anterioridad a su entrada⁶². Esto puede reducir el interés de los socios por

⁶¹ LEJARRIAGA. G., "El acceso a la propiedad de la empresa por los empleados: Management buy-outs, employee buy-outs, ESOPs y sociedades anónimas laborales", en MASCAREÑAS, J., *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, McGraw Hill, Madrid 1992, pp. 195-211.

⁶² GARCÍA GUTIERREZ, C., Y LEJARRIAGA, G., "El nuevo Plan General Contable: repercusión en la Sociedad Anónoma Laboral", *Actualidad Financiera*, nº39, Octubre 1991, pp. 343-351.

realizar nuevas inversiones. En los ESOPs es necesario pagar una prima por la compra de las acciones a los antiguos propietarios con objeto de evitar esta situación.

* Las participaciones no son transferibles por lo que los trabajadores de la empresa cooperativa o SAL no están generalmente correctamente motivados para invertir, a menos que piensen permanecer en la empresa durante todo el plazo de recuperación de la inversión. Sin embargo, respecto a la participación en beneficios, los ESOPs gozan de la ventaja de eliminar problemas de horizonte temporal, que suelen provocar decisiones de inversión erróneas cuando el periodo de recuperación excede el tiempo que los trabajadores esperan estar en activo.

* La imposibilidad de vender las participaciones en las cooperativas y SALES genera a demás dos problemas: por un lado priva a estas empresas de la valoración

global de su eficiencia que proporciona el mercado de capitales; por otro lado, concentra un nivel excesivo de riesgo en sus socios trabajadores. Este último problema también es típico de los ESOPs por la no diversificación de la inversión.

- * Por el contrario, los ESOPs proporcionan flexibilidad a la empresa y a los trabajadores, ya que el ESOP puede aportar liquidez, adquiriendo las acciones a los empleados que se jubilan, o suscribiendo una ampliación de capital, si fuese necesario. Se permite por lo tanto la transmisión de las acciones con ciertas restricciones.
- * El ESOP facilita que los propietarios de una sociedad sin cotización bursátil puedan vender la totalidad o una parte de las acciones sin acudir a la bolsa ni a otros inversores.

Como ejemplo de ESOP en España, podría ponerse el caso de la empresa CUBIERTAS Y MZOV que en marzo de 1990 se defendió de una OPA hostil presentada por FERROVIAL haciendo que una sociedad denominada TAECSA (Tenedora de Acciones de Empleados de Cubiertas, S.A.) presentase una oferta simultánea. La empresa TAECSA se creó poco después de comenzar la lucha por el control de CUBIERTAS. En esta empresa el 80% de las acciones eran propiedad de los empleados y el restante 20% de una filial de CUBIERTAS, llamada SCF, que tenía el control de TAECSA.

7.2.3.- Los ESOPs japoneses.

Los ESOPs en el Japón son un fenómeno social y financiero muy importante tanto por su número como por su trascendencia. En 1988, más del 90% de las empresas que cotizaban en las ocho Bolsas de Valores japonesas tenían un ESOP, y más del 50% de los trabajadores de las empresas con ESOP participan en el

mismo⁶³. En el mismo año, la proporción de empresas con ESOPs en los Estados Unidos era claramente inferior, el 40% según un estudio realizado por J. Blasi y D. Kruse⁶⁴. A pesar de la importancia de los ESOPs en el Japón, son un instrumento prácticamente desconocido e ignorado por la comunidad internacional.

Los ESOPs existen en el Japón por lo menos desde 1919, cuando una empresa llamada KANEMATSU GOSHO creó el plan. El objetivo de este primer plan queda patente en los estatutos del mismo: "el objetivo del plan consiste en armonizar las tres partes más importantes de la empresa: capital, dirección y trabajo⁶⁵". Después de este primer plan aparecieron muchos imitadores y los ESOPs se extendieron rápidamente, especialmente durante el periodo 1935-1945. A pesar del fuerte periodo de auge estos

⁶³ NATIONAL CONFERENCE BOARD OF SECURITIES EXCHANGE, "Survey of stock distribution", *Nihon Shoken Shinbun Sha*, Tokyo, 1988.

⁶⁴ BLASI, J. AND KRUSE, D., "The new owners", *Harper Business*, New York 1991, p. 30.

⁶⁵ JONES, D.C., AND KATO, T., "The scope, nature and effects of employee stock ownership plans in Japan", *Industrial & Labor Relations Review* V.46, n°2, Jan. 1993, p. 352.

instrumentos prácticamente desaparecieron al finalizar la segunda guerra mundial.

La segunda etapa⁶⁶ en el desarrollo de los ESOPs en el Japón se produjo como consecuencia de las reformas llevadas a cabo después de la ocupación, las denominadas *Occupational Reforms*, cuando el 31,4% de las acciones de ciertas empresas fueron compradas por los trabajadores de esas compañías con motivo de dicha reforma. Durante este proceso se formaron los *trust* para la creación de los ESOPs, denominados *Mochikabukai*. Los *trust* atravesaron serias dificultades financieras y prácticamente desaparecieron a finales de los años cincuenta.

La estructura actual de los ESOPs apareció a finales de los años sesenta de manos del Gobierno Central japonés, que en 1967 intentó fomentar la creación de ESOPs con la idea de proteger las empresas

⁶⁶

AOKI, M., "Toward an economic mode of the japonese firm", *Journal of Economic Literature* V.28, n°1, March 1990, pp. 1-27.

japonesas frente a OPAS hostiles de capital extranjero⁶⁷. En los años setenta sin embargo, el peligro de las OPAS hostiles se había reducido dando paso a otras finalidades y beneficios de los ESOPs.

Los ESOPs japoneses⁶⁸ tienen una estructura y beneficios sustancialmente distintos al resto de los ESOPs nacionales y principalmente de los ESOPs USA. Algunas de las principales características y diferencias son las siguientes⁶⁹:

- 1) Las empresas japonesas no reciben incentivos fiscales para la creación de los ESOPs.
- 2) Para inducir a los trabajadores a la participación en los ESOPs las empresas suelen concede

⁶⁷ NOMURA SECURITIES, *Handbook of ESOPs (Mochikabu Seido no Unei Jitsumu)*, Tokyo 1990, Shoji Homu Kenkyu Kai, pp. 4-5.

⁶⁸ JONES, D.C., AND KATO, T., "The productivity effects of employee stock ownership plans and bonuses: Evidence from japanese panel data", *The American Economic Review* V.85, n°3, June 1995, pp. 391-314.

⁶⁹ HASHIMOTO, M., "Employment and wage system in Japan and their implication for productivity", in A. Blinder, ed., *Paying for Productivity*, Washington, D.C., 1990, Brooking Institution, pp. 245-293.

subvenciones. Por ejemplo, las empresas pueden contribuir al ESOP con una cantidad igual al 5-10% de las contribuciones sobre los salarios de los trabajadores e incluso, pueden pagar los costes administrativos de la operación.

- 3) Existen notables diferencias en los ESOPs japoneses respecto a los requisitos necesarios para participar en un ESOP. En Japón, a diferencia de en el resto de los ESOPs, los ejecutivos no pueden participar en el plan⁷⁰. Sólo pueden participar en el ESOP los trabajadores a tiempo completo que no sean ejecutivos.
- 4) Como sucede en otros planes, las acciones de cada participante y sus dividendos, están depositados en cuentas individuales para cada uno de ellos en el *trust* o ESOP. Sin embargo, una peculiaridad de los ESOPs japoneses reside en las condiciones a que están sujetas las acciones a la hora de retirarlas del plan. Por ejemplo, los trabajadores

⁷⁰

OSAWA, M., "The service economy and industrial relations in small and medium size firms in Japan", *Japanese Labor Bulletin*, July 1, 1989, pp. 4-8.

deben mantener al menos 1.000 acciones en el ESOP, y pueden retirar el resto en lotes de 1.000 acciones. Esta condición es algo estricta pues los participantes tardan en acumular 2.000 acciones aproximadamente 20 años⁷¹.

- 5) Permiten la salida de los participantes del ESOP, si bien establecen fuertes restricciones para volver a entrar.
- 6) Las reglas japonesas exigen que los trabajadores que se jubilan retiren la cantidad total de contribuciones acumuladas más los dividendos en forma de acciones o en efectivo.
- 7) Una característica muy peculiar es que los accionistas del ESOP están normalmente representados por el director general, el cual está autorizado para votar por las acciones en poder del ESOP en las Juntas Generales de accionistas.

⁷¹ NOMURA SECURITIES, *Handbook of ESOPs (Mochikabu Seido no Unei Jitsumu)*, ..., p. 29.

La popularidad e importancia de los ESOPs en el Japón⁷², se demuestra por el rápido crecimiento no sólo en la proporción de empresas que tienen estos planes, sino también por la proporción de trabajadores participantes en los planes, así como en el crecimiento del valor medio de las propiedades individuales de los trabajadores. Datos proporcionados por la *National Conference Board of Securities Exchange*, indican que el valor de las acciones en poder de los ESOPs ha aumentado como media de 486.000 yenes (unos 2.400 dólares) en 1979 a 1.748.000 yenes (unos 14.000 dólares) en 1988⁷³. Este incremento de valor durante el periodo señalado es de más del 300%.

⁷² DEREK, C.J., AND TAKAO, K., "The productivity effects of employee stock ownership plans and bonuses: evidence from Japanese panel data", *The American Economic Review*, June 1995, pp. 391-414.

⁷³ NATIONAL CONFERENCE BOARD OF SECURITIES EXCHANGE, "Survey of stock distribution", *Nihon Shoken Shinbun Sha*, Tokyo, 1988.

Como se puede observar, la implantación y desarrollo de los ESOPs a lo largo del globo es un hecho demostrable, constituyendo un elemento indispensable para algunas políticas sociales y empenzando a desarrollarse como un instrumento financiero y de incentivos en otros países. Dada esta situación actual, los ESOPs se vislumbran como un importante instrumento de política económica y social para la próxima década, con nuevas finalidades, motivaciones y logros, y más aún por la posibilidad de expansión que están proporcionando los planes de nueva generación para su desarrollo e internacionalización.

8.- CONCLUSIÓN.

A continuación procedemos a exponer sucintamente las principales conclusiones del trabajo realizado.

- 1) Los ESOPs se definen como un plan de contribución establecida cuyo objetivo principal es invertir en las acciones de la empresa patrocinadora del fondo o ESOP. Son planes establecidos y pagados por la empresa, por lo que pertenecen al tramo de los fondos o pensiones de carácter privado, característica fundamental para su futuro desarrollo. En contra de la opinión general, estos fondos no surgen con el doble propósito de ser un elemento defensivo anti-OPA y una fuente alternativa de financiación, sino para eludir las

regulaciones sobre jubilación impuestas por el Acta *ERISA* en 1974. A pesar de su origen fue su doble propósito lo que propició su posterior desarrollo. Las ventajas económicas comienzan por proporcionar a empresa y trabajadores una forma alternativa de ahorro para la jubilación, sin las restricciones típicas de otros planes.

- 2) Los ESOPs pueden tomar la forma de un plan de gratificación de acciones o una combinación de éstos y de planes de reparto de beneficios. El Acta *ERISA* les confiere, dos importantes diferencias con el resto de los planes de contribución: por una parte, el dinero recibido por el ESOP debe invertirse en acciones de la empresa, lo cual constituye su principal foco de riesgo; por otra parte, se les confiere capacidad de endeudamiento lo que les permite ser una importante fuente de financiación. Estas diferencias dan lugar a los cuatro tipos fundamentales de ESOPs entre los que destacan los ESOPs apalancados y los no apalancados. Asimismo, los ESOPs tienen importantes diferencias con los

planes de compra de acciones y los planes de incentivos para ejecutivos.

- 3) Los ESOPs son un importante medio de reestructuración empresarial en relación directa con la remuneración de los trabajadores, y cuyo desarrollo radica en la creación de un mercado fiscalmente favorable para las acciones de los empleados, lo que le permite ser un medio fiscalmente favorable de obtener dinero. Como medio de reestructuración aporta ventajas a la empresa respecto a los salarios pues permite remunerar a los trabajadores adecuadamente en función de las condiciones del mercado, permite mantener algunos componentes del coste de los salarios a un nivel inferior al que de otra forma tendrían y permite retener y atraer a los trabajadores clave para la empresa.
- 4) El uso que se les puede dar a los ESOPs no es único, sino que su creciente importancia y número radica en la posibilidad de combinar sus distintas finalidades, habiéndose convertido, entre otras

cosas, en un instrumento de cobertura financiera para la empresa patrocinadora y en un eficaz incentivo para los trabajadores. Su objetivo es único: proporcionar un beneficio para los trabajadores en forma de acciones de la empresa a un bajo coste. Sin embargo, las motivaciones que han llevado a empresas y empresarios a la creación de los ESOPs han variado y siguen variando a lo largo del tiempo: desde la necesidad de transmisión de la empresa, la defensa anti-OPA o el incremento de capital para la expansión, hasta la creación de un fondo de pensiones o su utilización como fuente de financiación.

- 5) La principal finalidad para la creación de los ESOPs hoy en día es su utilización como un fondo de pensiones, si bien se realizan con otras finalidades en función de las circunstancias y objetivos de la empresa. La recompra de acciones permite transferir riqueza de unos accionistas a otros, así como evita la dilución de beneficios; la venta del negocio a los trabajadores proporciona al antiguo propietario un diferimiento

en el pago de ciertos impuestos, permitiéndole mantener cierto control y asegurando el futuro de la empresa; el accionista mayoritario puede utilizar el ESOP como una estrategia para manejar la dirección y control de la empresa en decisiones como la de rechazar o aceptar una OPA, la obtención de los derechos de voto de las acciones asignadas y no asignadas, o la compra de acciones ordinarias o de nueva creación; la utilización de un ESOP apalancado o no apalancado como un *leveraged buy-out* permite a la empresa utilizar su capacidad de apalancamiento en la compra de la empresa por parte de los empleados; las privatizaciones, la diversificación de actividades, etc.

- 6) La viabilidad de un ESOP radica en el correcto establecimiento de las contribuciones dentro del conjunto de ventajas a los participantes en la operación, siendo éste uno de los principales problemas con los que se enfrenta la empresa que instaura un ESOPs. Hay que tener cuidado de que el ESOP no absorba demasiados beneficios puesto que

puede llegar a ser una operación no eficiente a pesar de los incentivos y las ventajas fiscales. Si los trabajadores creen que las contribuciones son demasiado extensas, pueden considerar la operación poco atractiva por la nula diversificación de la compra. La viabilidad de la operación vendrá determinada a demás, por los salarios futuros de los participantes, la valoración de otras compensaciones y beneficios del plan, la justa valoración de las acciones, el servicio de la deuda en los ESOPs apalancados, etc., utilizándose los distintos métodos de valoración y selección de inversiones para determinar si se lleva a cabo la operación.

- 7) Al ser planes de contribución, sólo se fijan las cantidades a ir contribuyendo al plan de forma que los participantes en los ESOPs recibirán con la jubilación lo que se encuentre depositado en sus cuentas individuales. Se trata de una operación sumamente arriesgada por la trayectoria que puede tomar la inversión del fondo en acciones de la empresa. Los precios de las acciones de la empresa

pueden reducirse por causas ajenas a las mejoras de los trabajadores (errores directivos, aumento de los tipos de interés, nuevas tasas, intervenciones del Estado, movimientos en los tipos de cambios, cambios en los precios de los bienes, desastres naturales o humanos, o incluso que el mercado se encuentra en un período de recesión). En estas circunstancias, las acciones compradas por los trabajadores en períodos de auge a altos precios reducirán su valor, lo que puede producir una reacción negativa en las cuentas de los trabajadores-accionistas. En situaciones extremas los trabajadores pueden llegar a perder no sólo sus puestos de trabajo, sino también sus ahorros. Puede ser particularmente problemático en el caso de los ESOPs apalancados si el montante del préstamo pedido para la compra de las acciones y que hay que devolver, llega a ser superior al valor real de mercado de dichas acciones. Lo que parecía ser una operación de incentivo de los trabajadores, se convierte en todo lo contrario. La empresa y los trabajadores sin embargo, pueden reducir este riesgo mediante la utilización de

técnicas de cobertura financiera.

- 8) Los ESOPs suponen una importante fuente alternativa de financiación para la empresa, siendo a su vez un fuerte incentivo para los trabajadores puesto que les va a permitir trabajar por algo propio. A pesar del incentivo a la propiedad, la motivación y el aumento en la productividad de la empresa depende del tipo y especialización del empleado. Aporta también importantes incentivos fiscales, puesto que la empresa se puede deducir los dividendos pagados sobre las acciones en poder del ESOP, tanto si se utilizan para la compra de más acciones, se entregan directamente a los accionistas o sirven para la devolución del préstamo; si los accionistas no reciben los dividendos transfieren el impuesto hasta la jubilación. Cuando se trata de un ESOP apalancado, también son deducibles para la empresa el pago del principal y los intereses sobre el préstamo pedido para la compra de acciones. Las contribuciones son siempre deducibles. Se trata pues de una fuente de

financiación que permite a la empresa introducirse en los mercados de capitales con ciertas ventajas económicas y sociales.

- 9) La razón para prestar dinero al ESOP para la compra de acciones es la obtención de ventajas fiscales cuando se cumplen ciertos requisitos. En estas circunstancias los ESOPs proporcionan a los prestamistas cualificados una serie de ventajas económicas en relación con otro tipo de inversiones, así como un medio de cobertura financiera.
- 10) Teóricamente los préstamos utilizan las capacidades combinadas de apalancamiento de la empresa y el ESOP. En los préstamos directos el ESOP devuelve el préstamo con las contribuciones que la empresa realiza al ESOP, por el número de años necesarios para la colocación de todas las acciones. En los préstamos de asignación inmediata, es la empresa la que utiliza su capacidad crediticia, siendo éstos por un año, y por el volumen de las contribuciones a pagar al

ESOP. Estos préstamos permiten a la empresa "arbitrar" los impuestos determinando mediante la elección de la inversión el tipo impositivo que se está dispuesto a pagar. El apalancamiento de la empresa y el ESOP a través del préstamo respaldado permite al prestamista eliminar el riesgo que aparece al ser prestatario de un ESOP, transfiriéndolo a la empresa. En realidad son los únicos préstamos que utilizan la capacidad crediticia de la empresa, pudiendo además ser sustituidos por otras formas de crédito para la empresa.

- 11) El ESOP utiliza el apalancamiento para incrementar los beneficios fiscales de la empresa y de los participantes. Supone una importante alternativa en casos como la venta de la empresa o una fusión, que proporciona beneficios no sólo de carácter económico sino también de carácter social: incrementa la lealtad de los trabajadores, proporciona liquidez al empresario o a la empresa, proporciona un diferimiento del pago de los impuestos, así como un mercado para las acciones

de la empresa y de los propietarios, etc.

- 12) Las diferencias entre el ESOP apalancado y el no apalancado no se centran únicamente en la forma en que se realizan, sino en las consecuencias que producen. En ambos casos no se modifica la estructura de capital de la empresa pero sí la estructura de la deuda. La estructura de propiedad de las acciones varía en los ESOPs apalancados con las acciones no distribuidas, mientras que en los ESOPs no apalancados los cambios son a largo plazo. Los no apalancados proporcionan más flexibilidad a la empresa respecto a las contribuciones y a la naturaleza y cantidades de acciones que se adjudican a los trabajadores si las condiciones del mercado varían, mientras que los apalancados deben cubrir siempre el servicio de la deuda. Respecto a las deducciones fiscales, el no apalancado las obtiene por la apreciación de las acciones antes de que se produzca la contribución al ESOP y posterior asignación a los trabajadores, deducción que se pierde cuando la apreciación se produce en un apalancado,

limitándose ésta al valor del servicio de la deuda. Los ESOPs apalancados proporcionan ahorros fiscales a las empresas multinacionales eludiendo la tributación de gastos por intereses en las fuentes de renta extranjera. La mayoría de los ESOPs en los Estados Unidos son no apalancados si bien las grandes empresas utilizan ESOPs apalancados.

- 13) Una de las principales ventajas de los ESOPs apalancados consiste en que si los fondos del ESOP que se aumentan mediante las contribuciones de la empresa se invierten de forma productiva aumentando el valor de las acciones, se podrá transferir a los participantes del ESOP un menor número de acciones puesto que lo que se distribuye entre los participantes es un porcentaje de sus nóminas en forma de títulos de la empresa. Permite además transferir acciones en base a los futuros precios de las acciones que serán previsiblemente mayores. Se trata de una financiación eficiente en períodos de crecimiento o estabilidad económica. Los ESOPs son un importante medio de financiación

con ventajas respecto a los métodos tradicionales de aumento de capital y de emisión de deuda.

- 14) Esta financiación permite a la dirección obtener el control de las acciones puesto que éstas se sitúan en manos amistosas. Sin embargo, puede ocurrir que se utilice el voto de las acciones de forma que cree conflictos de intereses con la gerencia. Los ESOPs producen una dilución económica en las cuentas de los accionistas antiguos, en beneficio de los trabajadores. Para compensar la dilución el precio de las acciones para los trabajadores debería estar cargado con una prima. Ahora bien, la dilución sólo se producirá si la empresa emite acciones para venderlas al ESOP. Los ESOPs proporcionan otras ventajas como ser un sustituto de las pensiones, reducción en los tipos de interés de los préstamos, deducciones fiscales por las contribuciones al ESOP, motivación de los trabajadores al ser propietarios, incremento de la productividad de la empresa, etc.

- 15) Dentro de la cambiante concepción de propiedad, los trabajadores rara vez acumulan riqueza con su trabajo, dejando la creación de riqueza a la utilización conjunta de los factores. Los ESOPs son creadores de riqueza por cuanto constituyen una parte de la propiedad de la empresa y se adaptan al nuevo modelo de crecimiento y progreso. Los ESOPs permiten una más eficiente asignación de los recursos a través de las presiones que ejercen los trabajadores en la empresa por haberse convertido en accionistas. Permiten a demás una transferencia real de riqueza hacia los accionistas, incrementada por los beneficios fiscales: en función del precio de venta de las acciones y por las deducciones.
- 16) Al hacer a los trabajadores propietarios de la empresa, se reduce la posibilidad de conflicto entre los empleados y la gerencia pues proporcionan un acercamiento de los intereses de los trabajadores y accionistas reduciendo los costes de agencia. De entre todos los métodos de incentivos a la participación de los trabajadores

en la propiedad de la empresa, los ESOPs son una promesa de reconciliación entre los dos objetivos políticos que el capitalismo consideraba irreconciliables: la estimulación del crecimiento económico y la promoción de la igualdad social. En base a la consecución de ambos objetivos, los ESOPs permiten crear riqueza para la empresa.

17) Como arma de política social, obtiene logros importantes: permite una nueva forma de control y dirección mediante la compra de acciones por los trabajadores, es un instrumento que motiva a los trabajadores a participar en la propiedad de la empresa, es una forma de retener a los trabajadores más cualificados, es un incentivo a la mejora de los resultados, es un instrumento que incrementa la lealtad en el trabajo, y sobre todo se mejora la igualdad social entre los miembros de la empresa.

18) Desde el punto de vista de los objetivos económicos, se consigue obtener un crecimiento económico puesto que permiten mejorar la

productividad de los trabajadores así como la competitividad de las empresas que los utilizan. Los factores económicos más utilizados para la creación de los ESOPs son tres: los futuros beneficios fiscales, los beneficios para los trabajadores y el incremento de la productividad. La adopción de un ESOP proporciona incrementos de riqueza para los accionistas en forma de rendimientos extraordinarios por sus acciones. Sin embargo, es difícil separar que parte de este incremento corresponde a los beneficios fiscales y que parte al incremento de la productividad, aunque sí se sabe que los mercados reaccionan positivamente a la creación de ESOPs sin beneficios fiscales. En estas circunstancias, lo que realmente proporcionan los beneficios fiscales es confianza a empresas y trabajadores en los poderes públicos y el sistema, a pesar de las pérdidas económicas para las arcas del Estado.

- 19) Si los ESOPs proporcionan a la empresa un incremento en su productividad a través de la participación de los trabajadores en la propiedad,

y éste supone un incremento de riqueza para la empresa, los ESOPs además son capaces de redistribuir la riqueza generada entre sus participantes. Desde el debate propiciado por el concepto de propiedad en la empresa, y con el intento de unir los dos objetivos prioritarios de crecimiento económico e igualdad social, el ESOP se vislumbra como el instrumento que permite la creación de riqueza para los participantes, la empresa y la economía en su conjunto.

- 20) La evolución experimentada por los ESOPs tradicionales con la aparición de nuevos planes de carácter nacional e internacional es consecuencia de los profundos cambios sociales, políticos y económicos que se están produciendo y de como la sociedad busca y encuentra salida a dichos cambios. Respecto a los planes nacionales de nueva generación intentan eludir y evolucionar sobre los inconvenientes de los ESOPs tradicionales. Los ESOPs internacionales intentan sin embargo ser una réplica metodológica de los ESOPs de los Estados Unidos, de forma que si los ESOPs incrementan la

riqueza de la empresa y de la economía en su conjunto, las empresas con filiales fuera de sus fronteras intentarán transportar el instrumento a todos sus trabajadores. El uso de los ESOPs internacionales proporciona ventajas a la empresa y los trabajadores constituyendo una forma de eludir la provisión de fondos para la jubilación, permite retrasar el pago de impuestos y evitar el control de cambios y constituye una estrategia financiera internacional.

- 21) No es lo mismo exportar un plan existente a un país donde no existe que abrir un plan con las características del país donde se instaura. Los ESOPs están conociendo un período de desarrollo internacional con tres focos bien diferenciados: los Estados Unidos y su ámbito, el marco europeo y Japón. En contra de lo que hasta ahora se ha dicho, los primeros ESOPs no son americanos sino japoneses, y nacieron en los años veinte. Sin embargo y a pesar de la importancia y amplio desarrollo de los ESOPs en el Japón este hecho ha sido ignorado por la comunidad internacional.

22) Desde la publicación del Acta *ERISA*, la promoción de los trabajadores a la propiedad de las empresas se ha convertido en un asunto de política nacional. Actualmente la administración Clinton fomenta la participación de los trabajadores en las empresas con diversas normas y medidas, habiéndose convertido en un instrumento de política internacional. Los incentivos fiscales son el principal incentivo al fomento y creación de los ESOPs, si bien los incentivos han variado a lo largo de los años.

23) Como se puede observar, la implantación y desarrollo de los ESOPs a lo largo del globo es un hecho demostrable, constituyendo un elemento indispensable para algunas políticas sociales y empezando a desarrollarse como un instrumento financiero y de incentivos en otros países. Dada su situación actual, los ESOPs se vislumbran como un importante instrumento de política económica y social para la próxima década, con nuevas finalidades, motivaciones y logros, y más aún, por la posibilidad de expansión que están

proporcionando los planes de nueva generación para su desarrollo e internacionalización.

- 24) Considero que los ESOPs se constituyen como un arma de política económica en un momento en que el sistema de pensiones está prácticamente en quiebra, permitiendo que el peso de las mismas sea de carácter privado, propiciando con este instrumento la continuidad de muchas empresas en un momento de recesión económica, permitiendo la participación de los trabajadores en la propiedad como forma de creer en el sistema y, propiciando con todo ello un incentivo al incremento de la productividad que va a mejorar la riqueza para los trabajadores, las empresas y la economía en su conjunto, dejando al mercado que con su sabiduría regule y dirija cada una de las parte de esta complicada operación.

9. - BIBLIOGRAFIA.

ADAMSON, S.R., "The ESOP as an employee benefit: Its impact on firm value", *Benefits Quarterly* V.9, n°2, Second Quarter 1993, pp. 55-57.

AIKEN, M. AND HAGE, G., "Organizational alienation: A comparative analysis", *American Sociological Review* n°31, 1966, pp. 497-507.

AKRESH, M.S., AND COSLOY, B.I., "New math for ESOPs", *Financial Executive* V.10, n°3, May/Jun. 1994, pp. 45-48.

ALENDER, K.O., "Worker ownership and participation in the context of social change: Progress is slow and difficult, but it need not wait upon massive redistribution of wealth", *American Journal of Economics and Sociology* n°44, 1985, pp. 337-347.

ANNON, "Firms to revisit stock option plans if accounting changes", *Employee Benefit Plan Review* V.48, n°2, Aug. 1993, p. 41.

ANNON, "The effectiveness of financial participation reviewed", *Industrial Relations Review & Report*, n°561, Jun. 1994, pp. 3-4.

ANNON, "Programe automates employee stock plan administration", *Corporate Cashflow* V.14, n°10, Sep. 1993, p. 56.

ANON, "Bank seek to sell ownership to ESOP", *Pension & Investment Age* V.12, n°23, Nov. 1984, p. 71.

ANON, "Banking on ESOP Loans", *Inc.* V.7, n°3, March 1985, p. 128.

ANON, "FASB OKS AICPA ESOP position statement", *Practical Accountant* V.26, n°11, November 1993, pp. 71-73.

ANON, "Banks can be ESOP lenders or trustess, not both", *Employee Benefit Plan Review*, V. 38, n°8, Feb. 1984, p. 20-21.

ANON, "UAL agrees to sell a majority stake to its pilots and machinists", *Corporate Growth Report*, (Weekly), n°775, Jan. 3, 1994, p. 7021.

ANON., "ESOPs brings chages in corporate culture", *EBPR* V.47, n°1, Jul. 1992, pp. 25-26.

AOKI, M., "Toward an economic mode of the japanese firm", *Journal of Economic Literature* V.28, n°1, March 1990, pp. 1-27.

ARGLIGH, P.D., "The use of employee stock ownership plans in adquisitions, divestitures and buyouts", in *Handbook of Mergers, Acquisitions and Buyouts*, S.J. Lee & R.D. Colmas, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliff, N.Y., 1981, pp. 337-358.

ARONOFF, C.E., AND WARD, J.L., "Examine why key employees want stock ownership", *Nation's Business*

V.81, nº10, Oct. 1993, pp. 52-54.

ARRUÑADA, B., *Economía de la Empresa: Un Enfoque Contractual*, Ariel Economía, Barcelona 1990.

BADER, L.N. y JENNY, A.H., "The Financial Executive's Guide to ESOPs", *Salomon Brothers*, New York, February 1990.

BADER, L.N., CHAMBLISS, R.E. y HURIHAN, J.A., "The Investor's Guide to ESOP Loans", *Salomon Brothers*, Marzo 1989, p. 2.

BADER, L.N. y HOURIHAN, J.A., "The Financial Executive's Guide to ESOPs", en *Salomon Brothers*, Documentos internos de trabajo, febrero 1990, p. 13.

BADIRU, A.B. AND PULAT, P.S., *Comprehensive Project Management: Integreting Optimization Models, Management Principles, and Computers*, Prentice Hall PTR, Englewood Cliffs, New Jersey, USA, 1995.

BAKER, D., AND JUHL, P., "Grabbing ESOP dollars",

Corporate Cashflow Magazine V.9, Oct. 1988, pp. 60-63.

BALLARÍN, E., CANALS, J., Y FERNÁNDEZ, P., *Fusiones y Adquisiciones de Empresas. Un Enfoque Integrador*, Alianza Editorial, Madrid 1994.

BERKA, J.W., "Winning with ESOPs is no fable", *Life Association News* V.89, n°4, USA April 1994, pp. 90-95.

BICKSLER, J., AND CHEN, A., "The economics of corporate restructuring overview", in *The Battle for Corporate Control: Shareholder Rights, Stakeholder interests, and Managerial Responsibilities*, Edited by A.W. Sametz, Salomon Brothers, N.Y. 1991, pp. 376-389.

BLAIR, M.M., "Corporate "Ownership"", *Brookings Review* V.13, n°1, Winter 1995, pp. 16-19.

BLASI, J. AND KRUSE, D., "Employee ownership and participation: trends, problems, and policy options", *The Journal of Employee Ownership Law and Finance* n°5, Spring 1993, pp. 41-73.

BLASI, J. AND KRUSE, D., "The new owners", *Harper Business*, New York 1991, p. 30.

BLOCK, D.J., RADIN, S.A., JAROSLAWICZ, I.M., "The business Judgment Rule in corporate restructuring and recapitaization transactions", in *The Battle for Corporate Control: Shareholders Rights, Stakeholder Interests, and Managerial Responsibilities*, edited by A.W. Sametz, Salomon Brothers, N.Y., 1991, pp. 430-433.

BLOCK, S.B., "The Advantages and Disadvantages of ESOPs: a Long-Range Analysis". *Journal of Small Business Management*, USA, Jan. 1991.

BREALEY, R.A. y MYERS, S.C., *Fundamentos de financiación empresarial*, Mc Graw Hill, 4ª edición, Madrid 1993.

BREALEY, R.A., AND MYERS, S.C., *Principles of Corporate Finance*, Mc-Graw Hill, Third Edition, Singapore 1988.

BRIGHAM, E., AND GAPENSKI, L., *Financial Management*, Dryden Press, Chicago 1988.

BULOW, J., "Analysis of pension funding under *ERISA*", National Bureau of Economic Research, Working Paper n°402, Nov. 1979.

BURZAWA, S., "Employee ownership = governance: Panel", *Employee Benefit Plan Review* V.48, n°2, Aug. 1993, pp. 32-36.

CAGGIANO, C., "The Inc. FaxPoll: Whose company is it, anyway?", *INC.* V.15, n°1, Jan. 1993. p. 16.

CAHILL, K., "Accounting for ESOPs", *CFO: The Magazine for Senior Financial Executives* V.9, n°2, Feb. 1993, p. 12.

CAMERON, D., "United we stand", *Airfinance Journal* n°159, Feb. 1994, p. 22.

CARCELÉN CONESA, J.M., *Planes de Pensiones y Sistemas de Jubilación*, Ed. Tecnos, Madrid 1989.

CARNEY, K.E., "The Inc. network", *INC.* V.16, n°8, USA, Aug. 1994, pp. 113-115.

CLARK, S.J., AND JORDAN, C.E., "Accounting for employee stock options under the FASB's proposed standard", *Ohio CPA Journal* V.52, n°4, Aug. 1993, pp. 37-38.

CHAMBER OF COMMERCE OF THE UNITED STATES, "Is your firm an ESOP candidate?", *Nation's Business* V.82, n°6, Jun. 1994, p. 55.

CHANDLER, A.D.Jr., "Strategy and structure: Chapter in the History of the American Industrial Enterprise", *Cambridge MA: The M.I.T. Press*, 1962.

CHANG, S., "Employee Stock Ownership Plans and Shareholders Wealth: An empirical Investigation", *Journal of The Financial Management Association* n°19, Spring 1990, pp. 48-58.

CHAPLINSKY, S., AND NIEHAUS, G., "Tax advantages of ESOP financing", *Benefits Quarterly*, n°7, Third Quarter 1991, pp. 26-30.

CHAPLINSKY, S., AND NIEHAUS, G., "The tax and distributional effects of leveraged ESOPs", *Financial*

Management n°19, spring 1990, pp. 29-38.

CHAPLINSKY, S., NIEHAUS, G., AND VAN DE GUCHT, L.,
"Resolving the controversy over the valuation of
employee claims in ESOP buyouts", *Benefits Quarterly*
V.10, n°4, USA, Fourth Quarter 1994, pp. 58-66.

CHARLES D. SPENCER & ASSOCIATES INC, "ESOPs: employee
ownership envolve", *Employee Benefit Plan Review* V.48,
n°2, Aug. 1993, pp. 28-30.

CHARLES D. SPENCER & ASSOCIATES, "Company describes
repurchase liability assessment, strategy, funding",
Employee Benefit Plan Review V.48, n°2, Aug. 1993, pp.
36-40.

CHILTON CO. INC, "TWA re-enters the flying game",
Distribution V.92, n°9, Sep. 1993, p. 18.

CHUNG, F.J., "Leveraged ESOPs and the Struggle for
Corporate Control", *The Bankers Magazine* V.173,
Jan./Feb. 1990, pp. 58-62.

COMUNIDAD EUROPEA: Reglamento 2137/1985/ CEE del Consejo, de 25 de julio, relativo a la constitución de las Agrupaciones Europeas de Interés Económico (AEIE), D.O.C.E. N. L. 199/1-11 de 31 de julio.

CONTE, M.A., "Economic research and public policy toward employee ownership in the United States", *Journal of Economic Issues* V 28, n°2, Jun. 1994, pp. 427-437.

CONTE, M.A., AND KRUSE, D., "ESOPs and Profit-Sharing Plans: do they link employee pay to company performance?", *Financial Management*, winter 1991, pp. 91-100.

COOKE, T.E., *Mergers and Adquisitions*, Bassil Blackwell, Inc., Massachusetts USA, 1989.

COYNE, C.E., "ESOPs benefit agencies, employees", *National Underwriter* V.97, n°3, Jan. 18, 1993, pp. 27-30.

CROCKETT, B.L., "Using compensation to court

commitment", *Chief Executive*, nº88, Sep. 1993, pp. 56-59.

CRUMBLEY, D.L., AND COKER, D.R., "Beware of prohibited transactions with ESOPs: A case in point", *CPA Journal* V.64, nº4, New York State Society of Certified Public Accountants, New York, USA, Apr. 1994, pp. 22-27.

DANN, L., "Common stock repurchase: What do they really accomplish?", in *The Revolution in Corporate Finance*, ed. Joel M. Stern y Donald H. Chew, JR., Blackwell Finance, second edition 1992, Massachusetts, USA, pp. 177-180.

DANN, L.Y., "Common stock repurchase: An analysis of returns to bondholders and stockholders", *Journal of Financial Economics*, nº9, June 1981, p. 137.

DIAZ FRAILE, J.M., *La libre Circulación de Capitales y su Incidencia en el Crédito Hipotecario: la CEE y otras Comunidades Internacionales*. Ed. Colegio de la Propiedad y Mercantiles de España. Centro de Estudios Registrales. Madrid 1993.

DÍEZ DE CASTRO, L,. Y MASCAREÑAS, J., *Ingeniería Financiera, La Gestión de los Mercados Financieros Internacionales*, Mc-Graw Hill, 2ª edición, Madrid 1994.

DIEZ DE CASTRO, L.T,. y MASCAREÑAS PERÉZ-IÑIGO, J., "El debate sobre el apalancamiento financiero", *Análisis Financiero* n°48, Julio 1989, pp. 5-12.

DÍEZ DE CASTRO, L.T., "La sinergia de la cooperación", en VARIOS: *I Congreso de Economía Social de Galicia*, Dirección Xeral de Traballo de la Consellería de Traballo e Servicios Sociais, Santiago de Compostela, 1991, pp. 479-482.

DOENBERG, R.L., AND MARCY, J.R., "ESOPs and economic distorsion", *Harvard Journal on legislation*, 1986, pp. 104-159.

DRUCKER, P.F., "En busca de la responsabilidad financiera", *Finanzas y Contabilidad Harvard-Deusto*, Ediciones Deusto n°1, 1994, Bilbao, pp. 12-14.

DUNBAR, A.E., "An empirical investigation of the

association of productivity with employee stock ownership plans of public held corporations", Ann Arbor, MI: University Microfilms International.

DURBAR, A.E., AND KUMBHAKER, S.C., "An empirical investigation of the Association of Productivity with employee stock ownership plans", *Journal of the American Taxation Association*, n°14, pp. 22-38.

EGGERS, W.D. Y LEARY, J. O, "Overcoming public employee opposition to privatization", *Business Forum* V.19, n°1,2, Los Angeles, USA, Winter/Spring 1994, pp. 16-19.

EISMAN, R., "Who's the boss?", *Incentive* V.168, n°10, Oct. 1994, pp. 22-23.

ELGIN, P.R., "New accounting rule levels playing field", *Pension World* V.30, n°4, Apr. 1994, p. 42.

ELGIN, P.R., "Accounting change removes advantages of leverages ESOPs", *Corporate Cashflow* V.15, n°4, Apr. 1994, pp. 12-14.

EMERY, D.R., AND FINNERTY, J.D., *Principles of Finance*, West Publishing Company, USA 1991.

EMPLOYEE BENEFIT RESEARCH INSTITUTE, *Pension Plans and Financial Markets*, Doc 894672, June 1989.

ENGLANDER, D.W., "Cashing out through ESOPs", *Small Business Reports* V.18, n°10, Oct. 1993, pp. 43-47.

ERTL, J., "Knitting a global work force together", *Pension World* V.29, n°11, Nov. 1993, p. 48.

ESOP ASSOCIATION, *ESOP survey: 1987*, ESOP Association, Washington D.C., 1987.

ESPAÑA, *Ley de Planes y Fondos de Pensiones*, Ed. Grupo Vitalicio, Madrid 1988.

ESPAÑA Ley 15/1986, de 25 de abril, "de Sociedades Anónimas Laborales", BOE de 30 de abril.

ESPAÑA: Ley 29/1991 de 16 de diciembre, de adecuación de determinados conceptos impositivos a las Directrices

y Reglamentos de las Comunidades Europeas, por la que se deroga la Normativa anterior sobre tratamiento fiscal de fusiones de empresas, BOE nº301 de 17 de diciembre.

ESTRIN, S., JONES, D., AND SVEJNAR, J., "The productivity effects of worker participation: producer cooperatives in Western economies", *Journal of Comparative Economics*, 1987, pp. 40-61.

FALCON ANDRES, P., HERRANZ GUILLEN, J.L., NIETO SOLIS, J.A., ITURRIOZ DEL CAMPO, J., PALOMO ZURDO, R., PUENTE GARCÍA, M., Y UTRILLA DE LA HOZ, A., "Contribución a la fiscalidad de la sociedad cooperativa en Europa", en MONTOLIO HERNANDEZ, J.M., *Legislacion Cooperativa en la Comunidad Europea*, Instituto Nacional de Fomento de la Economía Social del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Madrid, 1994.

FALCONER, R. B., "Employee share-ownership plans: Cracks in golden egg", *Canadian Shareowner* V.8, nº2, Canada Nov./Dec. 1994, pp. 14-16.

FAULKNER & GRAY INC., "FASB OKs AICPA ESOP position statement", *Practical Accountant* V.26, n°11, Nov. 1993, p. 71.

FAULKNER & GRAY INC., "AcSEC releases ESOP statement", *Practical Accountant* V.27, n°2, Feb. 1994, p. 58.

FEINBERG, P., "ESOP boom draws legislative attention, market doubts", *Corporate Cashflow Magazine* V.10, USA, Aug. 1989, pp. 50-52.

FEINBERG, P., "Insurance companies add fixed-rate money to ESOP lending", *Corporate Cashflow Magazine* V.10, Jan. 1989, pp. 10-12.

FIORE, N.J., "Prohibited transaction was self-corrected, since it would have placed ESOP in worse financial condition", *Tax Adviser* V.25, n°1, Jan. 1994, pp. 56-57.

FLINT, P., "Employee ownership is no panacea", *Air Transport World* V.30, n°10, Oct. 1993, p. 27.

FLINT, P., "Fourth time lucky?", *Air Transport World* V.30, n°10, Oct. 1993, p. 24.

FLYNN, G., "FASB proposes stock-option valuation", *Personnel Journal* V.73, n°2, Feb. 1994, p. 92.

FORBES, D., "The controversial ESOP pension", *Dun's Business Month*, March 1989, pp. 40-41.

FROST, T.S., "ESOP update", *D&B Reports* V.40, n°6, Nov./Dec. 1992, pp. 48-49.

GAO, U.S., "*Employee Stock Ownership Plans on the financial: little evidence of effect on corporate control performance*", Washington D.C., GAO/PEMD, October 1987.

GAO, U.S., "*Employee Stock Ownership Plans: Benefits and Cost of ESOP Tax Incentives for Broadening Stock Ownership*", Washington, D.C., GAO/PEMD, December 1986.

GARBER, S.D., "Using litigation club in fair value enforcement", *Mergers & Acquisitions* V.28, n°5,

Mar./Apr. 1994, pp. 12-32.

GARCÍA GUTIERREZ, C.,, "Las personas jurídicas como socios de las sociedades cooperativas de primer grado, o cooperativas propiamente dichas en España: Necesidad de una revisión legal", *REVESCOO*, nº60, 1994, pp. 61-76.

GARCÍA GUTIERREZ, C., "La concentración económico-empresarial (los conglomerados) de Sociedades Cooperativas", *Comunicación presentada en el XIX Congreso Internacional de la Economía Pública, Social y Cooperativa*, CIRIEC, Valencia 1992.

GARCÍA GUTIERREZ, C., Y LEJARRIAGA, G., "El nuevo Plan General Contable: repercusión en la Sociedad Anónima Laboral", *Actualidad Financiera*, nº39, Octubre 1991, pp. 343-351.

GARCÍA-GUTIERREZ FERNANDEZ, C., *La Concentración Económico-Empresarial de las Cooperativas*, Proyecto de Investigación, presentado para el Concurso a Cátedra de la Universidad Complutense de Madrid, Mayo de 1989, 218

pp.

GARFIELD, C., *Los Trabajadores son lo Primero*, McGraw-Hill, México 1992.

GATES, J.R., AND REID, D.E., "Translating your ESOP abroad", *Financial Executive* V.10, n°4, Jul./Aug. 1994, pp. 26-29.

GATES, J.R., AND REID, D.E., "How one firm's ESOP builds bridges overseas", *Financial Executive* V.10, n°4, Jul./Aug. 1994, p. 27.

GAVER, J.J., AND GAVER, K.M., "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies", *Journal of Accounting and Economics* n°16, Jan. 1993, pp. 125-160.

GENERAL ACCOUNTING OFFICE, *Employee Stock Ownership Plans: Benefits and Cost of ESOP Tax Incetives for Broadening Stock Ownership*, DC, December 1986, p. 49.

GHILARDUCCI, T., *Labour's Capital: The Economics and Politics of Private Pensions*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1992.

GLASS, M.L., "The troubled or non-essential subsidiary", *Handbook of Mergers, Acquisitions and Buyouts*, S.J. Lee & R.D. Colman, Prentice Hall INC., Englewood Cliffs, N.J., 1981, p. 572.

GLEESON, R., "The new professionals", *Australian Accountant* V.63, n°8, Sep. 1993, pp. 46-48.

GLEESON, R., "Employee share plans: on or off?", *Australian Accountant* V.63, n°11, Dec. 1993, pp. 43-46.

GLOVE, E., "UAL agrees to sell a majority stake to its pilots and machinists", *Corporate Growth Report* (weekly), n°775, Jan. 3, 1994, p. 7021.

GREGG, P.A., AND MACHIN, S.J., "Unions and the incidence of performance linked pay schemes in Britain", *International Journal of Industrial Organization* V.6, n°1, March 1988, p. 95.

GRUNDFEST, J.A., "Management buyouts and leveraged buyouts: Are the critics right?", in *Leveraged Management Buyouts*, edited by Yakov Amihud, Dow Jones-Irwin, New York 1989, pp. 217-240..

HAMMER, T., "Risk-free incentive contracts: Eliminating agency cost using option based compensation schemes", *Journal of Accounting and Economics* n°16, Oct. 1993, pp. 447-473.

HANNON, J.P., "Should your company adopt an ESOP?", *Management Accounting (USA)* V.70, Jan. 1989, pp. 31-35.

HARRIS, C., "What does privatisation mean to employees?. A study of two water PLCs", *Management Research News: MRN* V.17, n°7,8,9, MCB University Press Ltd 1994, pp. 126-128.

HARRISON, J.S., "Stock-based compensation rules to change under FASB's new ED", *Texas Banking* V.82, n°11, Nov. 1993, p. 15.

HASHIMOTO, M., "Employment and wage system in Japan and

their implication for productivity", in A. Blinder, ed., *Paying for Productivity*, Washington, D.C., 1990, Brooking Institution, pp. 245-293.

HEARD, J., AND SHERMAN, H., *Conflicts of Interest in the Proxy System*, Investor Responsibility Research Center, Washington, D.C., 1987.

HEIN, D.L., "Succession planning: The ESOP alternative", *Ohio CPA Journal* V.51, n°6, Dec. 1992, pp. 55-56.

HEMMER, T., "Risk-free incentive contracts: Eliminating agency cost using option based compensation schemes", *Journal of Accounting and Economics* n°16, USA Oct. 1993, pp. 447-473.

HENRY, J.W., "ESOPs with productivity payoffs", *Journal of Business Strategy* V.10, July-August 1989, pp. 32-37.

HERETH, R., AND TALBOTT, J., "Employee empowerment via nonqualifiad stock options", *Tax Adviser* V. 23, n°9, Sep. 1992, pp. 591-592.

HOERR, J., "ESOPs: Revolution or ripoff", *Business Week*, April 15, 1995, p. 55.

HOFFMAN, S., AND LENER, D., "Pension funds and exempt organisations: Final Sections 401(k) and 401(m) regulations", *Journal of Taxation on Investments*, Summer 1992.

JENSEN, M., AND MECKLING, W., "Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics* V.3, Oct. 1976, pp. 305-360.

JENSEN, M.C., "LBOs and reemergence of istitucional monitoring of managers", in *Leveraged Management Buyouts*, edited by Yakov Amihud, Dow Jones-Irwin, New York 1989, pp. 263-268.

JENSEN, M., AND MECKLING, W., "Rights and production functions: An aplication to labor-managed firms and codetermination", *Journal of Business* n°52, 1979, pp. 469-506.

JONES, D.C., AND KATO, T., "The productivity effects of employee stock ownership plans and bonuses: evidence from Japanese panel data", *The American Economic Review*, June 1995, pp. 391-414.

JONES, D.C., AND KATO, T., "The scope, nature and effects of employee stock ownership plans in Japan", *Industrial & Labor Relations Review* V.46, n°2, Jan. 1993, p. 352.

JONES, D.C., AND PLISKIN, J., "Unionization and the incidence of performance-based compensation in Canada", *Discussion Paper 89/4, Department of Economic*, Hamilton College, 1989.

JONES, D.C., AND KATO, T., "The productivity effects of employee stock ownership plans and bonuses: Evidence from japanese panel data", *The American Economic Review* V.85, n°3, June 1995, pp. 391-314.

JUREK, W., "Airlines and employee ownership", *Corporate Growth Report, (Weekly)*, n°775, Jan. 3, 1994, p. 7028.

KAMENITZ, W., AND JONES, R., "Funding Postretirement benefits", *CPA Journal* V.61, n°3, Mar. 1991, pp. 65-66.

KAPLAN, J., "Legal considerations for ESOP loans", *Commercial Lending Review*, n°4, Winter 1986-87, p. 20.

KAPLAN, J., "How to lend to ESOP borrowers", *Commercial Lending Review* V.8, n°4, Fall 1993, pp. 22-28.

KAPNER, S., "Employee-friendly Brew Moon will offer stock options", *National's Restaurant News* V.28, n°46, USA, Nov. 21, 1994, pp. 22-24.

KELSO, L.O. and KELSO, P., "Leveraged Buyouts: Good or Bad", *The Wall Street Journal* n°30, Dec. 1984, USA, pp. 1-2.

KENSINGER, J., "The quiet restructuring", *The Revolution in Corporate Finance*, edited by J.M. Stern and D.H. Chew, Blackwell Finance, 2nd ed., Oxford 1992, pp. 625-626.

KOCHAK, J., "ESOP's fable", *Restaurant Business* V.90,

n°16, Nov. 1, 1991, pp. 80-81.

KOCO, L., "Fortis niche markets VUL to ESOPs", *National Underwriter (Life/Health/Financial Services)*, V.97, n°33, Aug. 16, 1993, pp. 7-11.

LABICH, K., "Will United fly?", *Fortune* V.130, n°4, (Aug. 22, 1994), pp. 70-78.

LABORWIT, ED., "How Hasbro successfully merged several benefit plans", *Pension World* V.30, n°2, Feb. 1994, pp. 29-33.

LAMMERS, T., "Exit capital: the perfect buyers", *Inc.* V.16, n°2, Feb. 1994, pp. 49-53.

LEBHAR-FRIEDMAN INC., "ESOP's fabulous employees buy into General Growth Division", *Chain Store Age Executive* V.68, n°11, Section2, Nov. 1992, pp.42-44.

LEE, S.A., "ESOP is a powerful tool to align employees wiht corporate goals", *Pension World* V.30, n°4, Apr. 1994, pp. 40-42.

LEJARRIAGA PÉREZ DE LAS VACAS, G.R., *La Sociedad Anónima Laboral como forma de empresario: aspectos financieros (Incidencia de las innovaciones introducidas por la Ley 19/1989 de Reforma de la Legislación mercantil en materia de Sociedades)*, Tesis Doctoral, Universidad Complutense, Madrid 1991.

LEJARRIAGA, G., Y MASCAREÑAS, J., "La adquisición empresarial por parte de los propios empleados", Ponencia presentada en el VI Congreso Nacional de AEDEM celebrado en Sada, La Coruña, 6-8 de Junio de 1991.

LEJARRIAGA, G., "El acceso a la propiedad de la empresa por los empleados: Management buy-outs, employee buy-outs, ESOPs y sociedades anónimas laborales", en MASCAREÑAS, J., *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, McGraw Hill, Madrid 1992, pp. 195-211.

LONG, R., "Expanded ownership: Its importance to the free enterprise system", *Congressional Record* V.127, nº50, March 27, 1981.

LONG, M.S., "The incentives behind the adoption of

executive stock option plans in the U.S. Corporations", *Financial Management* V. 21, n°3, Autumm 1992, pp. 12-21.

LYONS, H., "Extending the family", *D&B Reports* V.42, n°4, Chicago, Jul./Aug. 1993, p. 23.

MACRIS, R.N., "Leveraged buyouts:Federal Income Tax considerations", in *Leveraged Management Buyouts*, edited by Yakov Amihud, Dow Jones-Irwin, New York 1989, pp. 186-187.

MAHER, P., "Once upon a mattress", *Investment Dealers Digest* V.59, n°23, Jun. 7, 1993, pp. 16-23.

MANO, R.M., DEPPE, E.D., AND JORGENSEN, J.L., "The ESOP fable: ESOPs and pre-ERISA problems", *Ohio CPA* V.52, n°1, Feb. 1993, pp. 9-12.

MANO, R.M. and DEPPE, E.D. "The ESOP fable: Employees beware!", *Compensation and Benefits Rewiew* V.26, n°6, USA, Nov./Dec. 1994, pp. 44-48.

MARKOWITZ, H., "Portfolio selection", *Journal of Finance*, March 1952, pp. 77-91.

MARKOWITZ, H., *Portfolio selection: Efficient diversification of investment*, John Wiley, N.Y., 1959.

MARSHALL, J., AND RADIGAN, J., "More options", *United States Bankers* V.103, n°10, Oct. 1993, p. 8.

MARTIN, D.D., "How small business can gain advantages from ESOPs", *National Public Accountant* V.39, n°2, Feb. 1994, pp. 22-25.

MASCAREÑAS PEREZ IÑIGO, J., "Razones de las fusiones y adquisiciones de empresas", en *Actualidad Financiera* n° 13, Madrid 1989, pp. 903-917.

MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, J., *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresa*", Ed. Mc Graw-Hill, 2ª edición en preparación.

MASCAREÑAS PEREZ IÑIGO, J., Y LEJERRIAGA, G., *Análisis de la Estructura de la Empresa*, Ed. Eudema, Madrid,

1993.

MASCAREÑAS PERÉZ-IÑIGO, J., "La compra con apalancamiento", *Actualidad Financiera* nº13, 27 de marzo - 2 de abril de 1989, pp. 919-948.

MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, J., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, Mc Graw Hill, Madrid 1993.

MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, J. Y LEJARRIAGA, G. *Análisis de proyectos de inversión*, Ed. Eudema, Madrid, 1992.

MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, Ed. McGraw-Hill, Madrid 1992.

MASULIS, R.W., "The impact of capital structure change on firm value", *Journal of Finance* nº38, March 1983, pp. 107-126.

MATSUNAGA, S.R., "The effects of financial reporting cost on the use of employee stock options", *The Accounting Review* V.70, nº1, Jan. 1995, pp. 2-4.

MC GILL, D.M., *Fundamentals of Private Pensions*, ED. Pension Research Council, Wharton School, University of Pennsylvania, Ed. IRWIN, Fifth Edition 1984.

MCCARTHY, T.P., "The stock Incentive plan for the client. Who can't afford one", *Life Association News* V.87, n°10, Oct. 1992, pp. 95-97.

MCCONNELL, J., AND SERVAES, H., "Additional evidence on equity ownership and corporate values", *Journal of Financial Economics* n°27, 1990, pp. 595-612.

MCDERMOTT, K., "Extending the family", *Dun & Bradstreet Reports* V. 42, n°4, Jul./Aug. 1993, p. 23.

MCDERMOTT, K., "Succession becomes a public issue", *Dun & Bradstreet Reports* V. 42, n°4, Jul./Aug. 1993, pp. 20-23.

MENTZ, J.R., Department of the Treasury, Statement on June 30, 1987 in *Master Limited Partnerships*, Hearings before the Subcommittee on Select Revenue Measures of the Committee on Ways and Means, House of

Representatives, 100th Congress, First Session, Serial 100-39, p. 19.

MILGROM, P. y ROBERTS, J., *Economía, Organización y Gestión de la Empresa*, Ariel Economía, Barcelona 1993.

MORALES GUTIÉRREZ, A.C., "Las E.S.O.P. americanas y las empresas de trabajo asociado españolas", *Revista de Fomento Social*, nº169, Madrid, enero-marzo 1988.

NATIONAL CENTER FOR EMPLOYEE OWNERSHIP, *The Employee Ownership Report* V.9, nº 6, 1989.

NATIONAL CENTER FOR EMPLOYEE OWNERSHIP, *The Employee Ownership Report* V.10, nº3, 1990, p. 1.

NATIONAL CENTER FOR EMPLOYEE OWNERSHIP, *The Employee Ownership Report* V.11, nº5, Oakland 1991, p. 4.

NATIONAL CONFERENCE BOARD OF SECURITIES EXCHANGE, "Survey of stock distribution", *Nihon Shoken Shinbun Sha*, Tokyo, 1988.

NOMURA SECURITIES, *Handbook of ESOPs (Mochikabu Seido no Unei Jitsumu)*, Tokyo 1990, Shoji Homu Kenkyu Kai, pp. 4-5.

ONARAN, Y., "Workers as owners: An empirical comparison of intra-firm inequalities at employee-owned and conventional companies", *Human Relations* V.45, n°11, Nov. 1992, pp. 1213-1235.

ONZAIN, J., "Las acciones preferentes", *Estrategia Financiera* n°89, Oct. 1993, pp. 19-24.

OSAWA, M., "The service economy and industrial relations in small and medium size firms in Japan", *Japanese Labor Bulletin*, July 1, 1989, pp. 4-8.

OSTUW, R., "Retiree health account explored as DDB variation", *Pension World* V.29, n°7, Jul. 1993, pp. 32-33.

PARLOUR, R., AND BOUCH, C., "The future of pension provision in Europe: Europe's economic need shelter urgently to withstand the gathering storm", *Journal of*

International Business Law n°7, 1994, pp. 255-258.

POMBO, F., "Los ESOPs", *Internacional Corporate Law Supplement: Mergers and Acquisition*, March 1993.

QUARREY, M., AND ROSEN, C., "Employee ownership and corporate performance", *California: National Center for Employee Ownership*, 1986, p. 6.

QUESADA SANCHEZ, F.J, *Planes y Fondos de Pensiones: Estudio Contable y Financiero*, Ed. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid 1992.

QUINLAN, W,J. Jr, AND HARRIS, M.M., "SEC Section 16 regulations and comploancee by qualified employee benefit plans", *Benefits Quarterly* V.10, n°3, Third Quarter 1994, pp. 56-63.

RAO, R.K.S., *Financial Management: Concepts and Applications*, University of Texas at Austin, South-Western Collage Publishing, 3rd edition, Cincinnati, Ohio, 1994.

REID, D., "ESOPs and other employee share schemes in the U.K., France and the Netherlands", *The Journal of Employee Ownership Law and Finance* V.3, n°4, 1991, pp. 51-74.

REILLY, R.F., "Performing ESOP valuations that meet tough tests", *Mergers and Acquisitions* V.28, n°5, Mar./Apr. 1994, pp. 27-34.

RENTON, N., "Employee share schemes: a mixed blessing", *IPA Review* V.47, n°1, 1994, pp. 19-21.

RINGER, R., "Waiting for FASB", *CFO: The Magazine for Senior Financial Executives* V.10, n°6, June 1994, p. 15.

RIVERO, J., *Contabilidad de Sociedades*, Ed. Trivium, Madrid 1986.

RIVERO, P., *Análisis de Balances y Estados Complementarios*, Ed. Pirámide, Madrid 1988.

ROSEN, C., "The growing appeal of the leveraged ESOP",

Journal of Business Strategy V.10, Jan./Feb. 1989, pp. 16-20.

ROSEN, C., KLEIN, K., AND TOUNG, K., *Employee ownership in America: The equity solution*, Lexington, MA: D.C. Heath and Co., 1986.

ROSEN, C. and QUARREY, M., *How well is Employee Ownership Working?*, *Harvard Business Review*, Sep./Oct. 1987.

ROWE, A., MASON, R., AND OTHERS, *Strategic Management: a methodological approach*, 4th edition, pp. 416-457.

RUSSELL, R., "Sharing the wealth: ESOP", *Society* V.27, n°2, Jan./Feb. 1990, pp. 33-40.

SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L., Y GALLEGU DÍEZ, E., *Enfoque y Desarrollos Prácticos del Nuevo Plan de Contabilidad*, Banco Central Hispano, Madrid 1993.

SCHOLLES, M., AND WOLFSON, M., "The effects of changes in Tax Law on corporate reorganization activity",

Stanford University Working Paper, California 1989.

SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid 1985.

SCHOLES, M.J. y WOLFSON, M., "Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities", *Financial Management* n°19, Spring 1990, pp. 21-28.

SCHOLES, M., AND WOLFSON, M., "Employee stock ownership plans and corporate restructuring: myths and realities", in *The Battle for Corporate Control: Shareholder Rights, Stakeholder interests, and Managerial Responsibilities*, Edited by A.W. Sametz, Salomon Brothers, N.Y. 1991, pp. 485-515.

SEARFOSS, D.G., AND MCNAMEE, D.D., "Employers'accountaning for employee stock ownership plans", *Journal of Accountancy* V.175, n°2, Feb. 1993, pp. 53-60.

SELLER, K.F., HAGAN, J.M., AND SIEGEL, P.H., "Employee

stock ownership plans and shareholder wealth: An examination of the market perceptions of the non-tax effects", *Journal of Applied Business Research* V.10, n°3, USA, Summer 1994, pp. 45-52.

SELLERS, B.L., "'KSOP": A plan that adds shareholder value", *ABA Banking Journal* V.85, n°7, Jul. 1993, pp. 27-28.

SELLERS, B.L., "Fending off unwanted suitors", *Bankers Monthly* V.108, n°8, Sep. 1991, pp. 42-44.

SHAKELFORD, D., "The market for tax benefits: evidence from ESOPs", *Journal of Accounting and Economics* n°14, 1991, pp. 117-145.

SHELLY, D.F., "ESOPs in the 1990s", *American Printer* V.221, n°5, Aug. 1993, pp. 61-63.

SHEPHERD, A. AND OTHERS, *Pension Fund Investment*, Ed. Woodhead-Faulkner Ltd., Cambridge, England, 1987.

SMITH, C.W., AND WATTS, R.L., "The investment

opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies", *Journal of Financial Economics* n°32, Dec. 1992, pp. 263-292.

SOCOL, R.S., AND BROWN, G.K., "The Kroy decision: ESOP advisers must do their homework", *Mergers & Acquisitions* V.28, n°5, Mar./Apr. 1994, p. 30.

SPENCER, C.D., AND ASSOCIATES INC, "Company describes repurchase liability assessment, strategy, funding", *Employee Benefit Plan Review* V.48, n°2, Aug. 1993, p. 36.

STONEMAN, C., "Buy-Sell agreements: Accomplishing planning objectives with optimal tax consequences", *Tax Management: Estates Gifts & Trusts Journal* V.17, n°4, Jul. 4, 1992, pp. 99-112.

STOREY, M.J., "When workers are owners", *Success* V.42, n°1, Feb. 1995, p. 14.

STULZ, R.M., "Managerial controlling of voting right, financial policies and market for corporate control",

Journal of Financial Economics n°20, 1988, pp. 25-54.

SUÁREZ SUÁREZ, A.S., *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*, Ed. Pirámide, Madrid 1993.

SUÁREZ SUÁREZ, A.S., "Caminando en la utopía: la experiencia cooperativa de Mondragón", *Revista de Economía y Empresa*, n°1, 1978.

SUNOO, B.P., "1994 Personnel Journal 100: Employee ownership flies", *Personnel Journal* V.73, n°12, Dec. 1994, p. 62.

SZABO, J.C., "Giving workers a company stake", *Nation's Business* V.82, n°6, Jun. 1994, pp. 54-55.

TANNENBAUM, A., COOK, H., AND LOHMANN, J., *The Relationship of Employee Ownership to the Technological Adaptativeness and Performance of Companies*, Ann Arbor, Mich: Institute for Social Research, 1984.

TANNENBAUM, A., *Control in Organizations*, McGraw-Hill, N.Y., 1968.

THEISEN, B., AND KLEIMAN, R., "Employee stock ownership plans: the right choice for closely held corporations?", *Tax Adviser* V.22, n°1, Jan. 1991, pp. 40-49.

THOMPSON, J.K., "Promotion of employee ownership through public policy: The British example", *Journal of Economic Issues* V.27, n°3, Sep. 1993, pp. 825-847.

TOBIN, J., "Liquidity preference as behavior toward risk", *Review of Economic Studies* V.26, n°1, 1958, pp. 65-86.

TOUBY, L., "Hot growth companies", *Business Week*, May 25, 1992, pp. 89-90.

U.S. CONGRESS, *Hearing Before the Joint Economic Committee on Employee Stock Ownership Plans*, Washington, DC, U.S. Government Printing Office.

VERMAELEN, T., "Common stock repurchase and market signalling: an empirical test", *Journal of Financial Economics* n°9, June 1981, pp. 139-183.

VOLKERT, L.A., "Foreign currency translation, EPS and ESOPs and alternative revenue programs of rate-regulated utilities", *Journal of Accountancy* V.175, n°1, Jan. 1993, pp. 91-94.

WAGENBRENNER, A., "U.S. Supreme Court approves retroactive estates tax change", *Journal of Accountancy* V.178, n°2, Aug. 1994, pp. 24-26.

WALKER, D., "Current developments in employee benefits (Part II)", *Tax Adviser* V.23, n°12, Dec. 1992, pp. 779-793.

WALKER, D., y ELINSKY, P.I., "ESOP Fables", *Management Focus*, Vol. 31, N° 6, Nov./Dec. 1984, pp. 14-16.

WALSH, M., "Doctors with stakes", *Forbes* V.154, n°8, Oct. 10, 1994, p. 76.

WESTON, J.F., CHUNG, K.S. y HOAG, S.E., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall, N.Y. 1990.

WESTON, J.F., AND COPELAND, T.E., *Managerial Finance*, 8th ed., Hinsdale, IL, The Dryden Press, 1986.

WESTON, J.F. y COPELAND, T.E., *Managerial Finance*, Cassell Education Limited, 2nd edition, U.K. 1988.

WICHMAN, A., "Occupational differences in involvement with ownership in an airline employee ownership program", *Human Relations* V.47, n°7, USA Jul. 1994, pp. 829-846.

WILLENS, R.W., "ESOPs provide unique tax benefits", *Journal of Accountancy* V.177, n°6, USA, Jun. 1994, p. 28.

WILLIAMSON, O.E., *Las Instituciones Económicas del Capitalismo*, Fondo de Cultura Económica: Economía Contemporánea, Méjico 1989.

WILSON, B., "RRA prompts fresh look at ISOs for corporate executives", *Tax Adviser* V.25, n°3, USA, Mar. 1994, pp. 153-155.

YOUNG, C.K., "What's the right Black-Scholes value?",
Financial Executive V.9, n°5, Sep./Oct. 1993, p. 59.

ZARISTSKY, H.M., "Code Section 2057: Deduction for
stock sold to ESOP", *Tax Management: Estates Gifts &
Trusts Journal* V.19, n°1, Jan. 13, 1994, pp. 25-26.